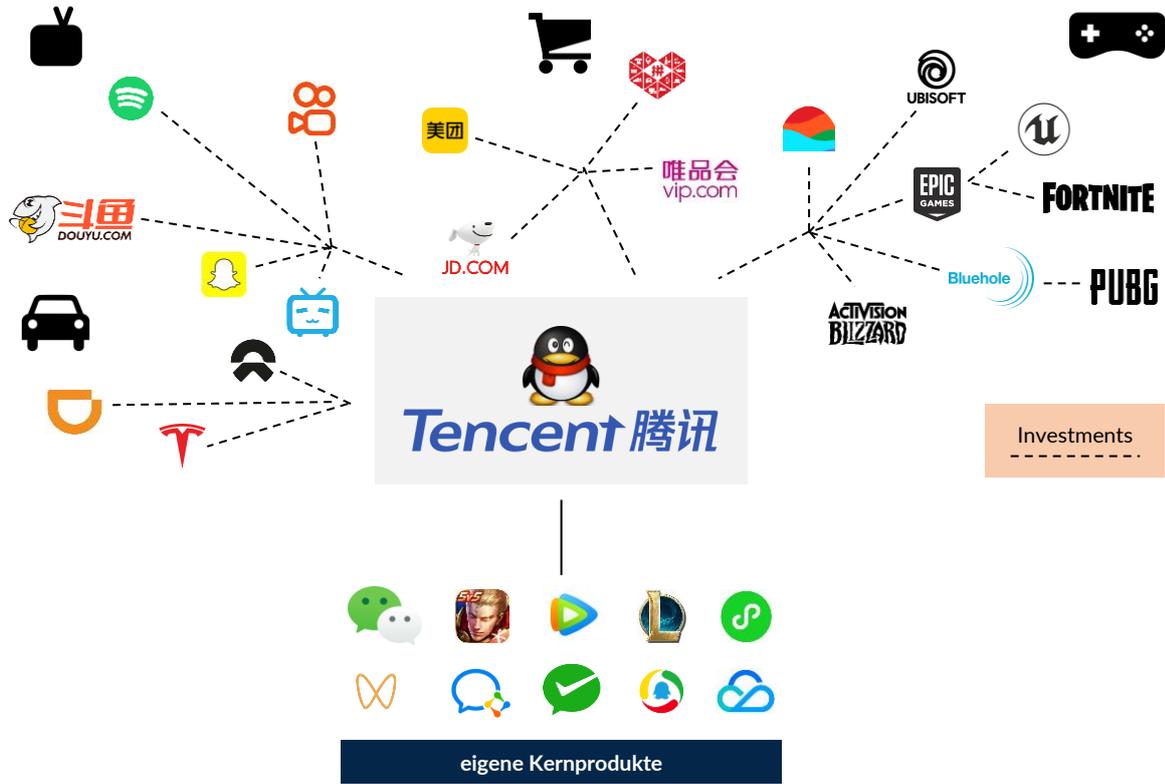
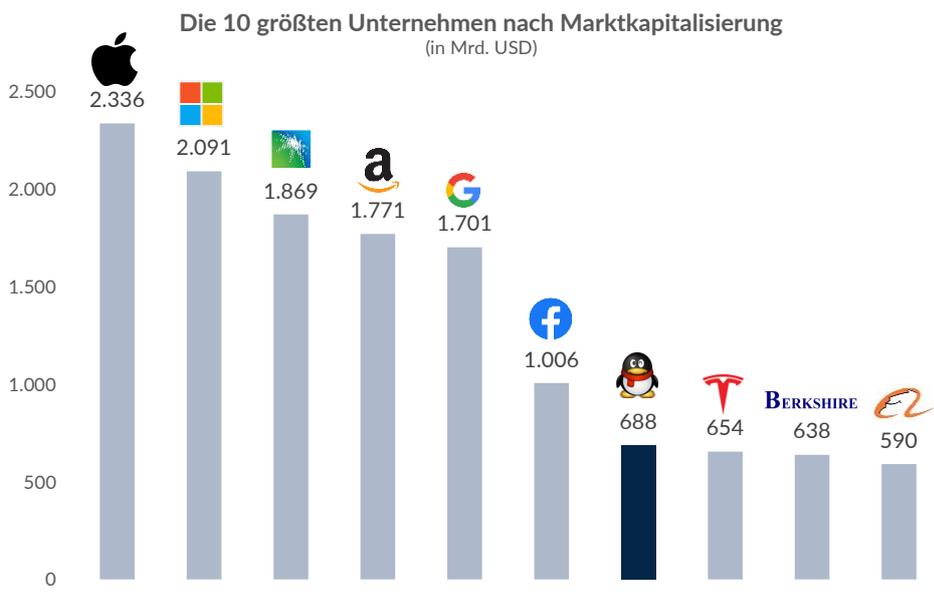


2021

Tencent 腾讯



1



Tencent 腾讯

Agenda

STAMMDATEN	4
UNTERNEHMENSHISTORIE	6
WECHAT-PRODUKTHISTORIE	20
2012 – EINFÜHRUNG VON WECHAT MOMENTS.....	23
2013 – EINFÜHRUNG DER BEZAHLFUNKTION WECHAT PAY	26
2013 – EINFÜHRUNG DER EIGENEN MOBILE GAMING-PLATTFORM.....	31
2017 – EINFÜHRUNG VON MINI PROGRAMS	36
MANAGEMENT	40
GESCHÄFTSMODELL	41
WETTBEWERBSVORTEILE	45
MÄRKTE	49
VIE STRUKTURRISIKEN	50
ACCOUNTING RISIKEN.....	51
PERSONENRISIKEN	51
POLITISCHES RISIKO	52
KARTELLRECHT CATCH UP 2020/21	54
WECHAT IM SPANNUNGSFELD DER POLITIK	56
BYTEDANCE: VON ERFOLG ZU ERFOLG	58
TOUTIAO UND DOUYIN ALS CASH COWS.....	58
BYTEDANCES VORSTOß IN NEUE MÄRKTE.....	62
FINANCIALS	66
KENNZAHLEN.....	66
CASH FLOW VERWENDUNG	67
BEWERTUNG	68

Disclaimer: Diese Unterlage richtet sich ausschließlich an professionelle Kunden und Finanzberater und nicht an Privatkunden. Eine Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Wichtiger Hinweis: Patient Capital ist ein EU-richtlinienkonformer Investmentfonds, der gemeinsam mit Covesto Asset Management aufgelegt wurde. Die Covesto Asset Management GmbH handelt als vertraglich gebundener Vermittler im Sinne des § 2 Abs. 10 Kreditwesengesetz (KWG) ausschließlich namens und auf Rechnung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, soweit sie Dienstleistungen erbringt, die der Anlageberatung im Sinne des § 1 Abs.1a Nr. 1a KWG zuzurechnen sind. Covesto Asset Management GmbH ist als vertraglich gebundener Vermittler der NFS Netfonds Financial Service GmbH in das öffentliche Register eingetragen, das von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) geführt wird. Das Register können Sie einsehen unter www.bafin.de.

*Die zur Verfügung gestellte Präsentation der NFS Netfonds Financial Service GmbH ist kostenlos. Sie enthält Inhalte externer Dritter, auf deren Inhalte die NFS Netfonds Financial Service GmbH keinen Einfluss hat. Die Inhalte der hier zusammen getragenen Darstellungen werden mit größter Sorgfalt zusammengetragen und erstellt. Für die Vollständigkeit und Richtigkeit der hier gepflegten Daten, ihres gesetzeskonformen Umfangs und ihrer Darstellung übernimmt die NFS Netfonds Financial Service GmbH indes keine Haftung. Die abgebildeten Informationen stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch sollten allein aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide gefällt werden. Sie stellen insbesondere **keine Empfehlung**, kein Angebot, keine Aufforderung zum Erwerb/Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit von Transaktionen und auch nicht zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes dar. Diese Unterlage dient ausschließlich Informationszwecken und stellt als Werbemitteilung ausdrücklich **keine Finanzanalyse** dar. Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen.*

Der Erwerb der hierin beschriebenen Wertpapiere kann und sollte ausschließlich auf Basis der im jeweiligen Prospekt enthaltenen Informationen erfolgen. Der Erwerb von Wertpapieren beinhaltet bestimmte Risiken, unter anderem Marktrisiken, Kreditrisiken und Liquiditätsrisiken. Anleger sollten sicherstellen, dass sie alle diese Risiken verstehen, bevor sie sich entschließen, in die hierin beschriebenen Wertpapiere zu investieren. Anleger sollten insbesondere unter Berücksichtigung ihrer Erfahrung, Ziele, finanziellen, steuerlichen und rechtlichen Situation sorgfältig prüfen, ob die Wertpapiere für sie individuell geeignet sind. Bei Zweifeln sollten Anleger vor einem Investment entsprechende professionelle Beratung in Anspruch nehmen.

WARNHINWEIS: Die Wertentwicklung des Fonds in der Vergangenheit erlaubt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung. Die Anlage in den Fonds unterliegt verschiedenen Risiken, insbesondere dem Wertpapierisiko. Der Wert einer Vermögensanlage kann sowohl steigen als auch fallen. Es besteht die Möglichkeit, dass Anleger den von ihnen investierten Betrag nicht vollständig zurückerhalten. Hinsichtlich einer ausführlichen Darstellung der mit einer Anlage in den Fonds verbundenen Risiken wird auf den Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen verwiesen, die unter <https://www.hansainvest.com/deutsch/fondswelt/fondsuebersicht/> elektronisch zur Verfügung stehen.

Die NFS Netfonds Financial Service GmbH kann eigene wirtschaftliche Interessen an den Wertpapieren oder anderen in diesem Dokument beschriebenen Finanzinstrumenten oder mit diesen in Beziehung stehenden Finanzinstrumenten haben. Herausgeber ist die NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg.

Weitere Informationen unter: www.patient-capital.de

Zur Newsletter-Anmeldung unter: <https://www.patient-capital.de/newsletter>

STAMMDATEN

Kerntätigkeit: Tencent ist das größte Videospieleunternehmen der Welt mit einem Gaming-Segmentumsatz von 28 Mrd. USD (40% vom Konzernumsatz i.H.v. 70 Mrd. USD). Mit einer Marktkapitalisierung von ~700 Mrd. USD ist Tencent die #7 unter den größten börsennotierten Unternehmen der Welt und Chinas #1. Das Produktportfolio umfasst neben Smartphone-Spielen wie Honor of Kings oder PUBG Mobile ebenfalls Chinas führenden Video- und Audio-Streamingdienst mit 125 Mio. (+12% yoy) bzw. 61 Mio. zahlenden Abonnenten (+43% yoy). Zusätzlich betreibt Tencent in China: 1.) die führende Mobile-Payment-App gemessen an der Zahl täglicher Nutzer, 2.) die 4.-größte Onlinewerbepattform und 3.) die 2.-größte Public Cloud nach Aliyun (Alibaba Cloud). 2011 legte Tencent mit Einführung des Instant Messaging-Dienstes Weixin (im Engl.: WeChat) mit heute 1,2 Mrd. MAU (~1,0 Mrd. davon in China) den Grundstein für viele der heutigen Ertragssäulen. Seit dem Durchbruch von Weixin verfügt Tencent über das größte soziale Netzwerk im Heimatmarkt und baute die App durch die Einbettung zusätzlicher Services zur „Super App“ aus. Innerhalb von Weixin können Nutzer *ohne die App jemals zu verlassen* ein Taxi rufen, Essen bestellen, Kinotickets kaufen, für Flüge einchecken, ihre Strom- und Wasserrechnung bezahlen, Nachrichten lesen, Gruppenkäufe oder klassische E-Commerce-Bestellungen durchführen (z. B. über Mini Programs von Pinduoduo oder JD.com) uvm. Ab 2012 begann Tencent, überschüssige Liquidität in Minderheitsbeteiligungen an >800 Unternehmen zu reinvestieren. Das Aktienportfolio von Tencent misst heute ~200 Mrd. USD und nähert sich dem von Berkshire an (280 Mrd. USD). Tencent besitzt zur Selektion vielversprechender Targets einen Vorteil gegenüber VCs, da Mini Programs und die eigene Public Cloud Frühindikatoren zur Beliebtheit neuer Consumer Apps generieren. Ungeachtet dessen sind Consumer Apps in China aufgrund des großen TAM (1,4 Mrd. Menschen) eine hyperkompetitive Industrie und Marktführer wie Alibaba (Taobao, Alipay) oder ByteDance (Toutiao, Douyin/TikTok) erhöhen momentan ihr Investitionstempo. Tencent kontert diese Entwicklung mit einer Einstellungsoffensive in den Bereichen Enterprise Software (WeCom, VooV, Tencent Cloud), Short Form Video (Channels) und der Übernahme diverser kleinerer Spieleentwickler. Die intensivere Wettbewerbsdynamik dürfte die Margenentwicklung in den kommenden Quartalen belasten nach einer EBIT-CAGR von 21% zwischen 2017 und 2020. Der Aktienkurs von Tencent ist in Anbetracht eines 1.) verschärften Wettbewerbs und 2.) regulatorischen Überhangs jüngst spürbar gefallen und liegt >25% unter seinem Jahreshoch.

Umsatz 2020	69,9 Mrd. USD (+27,8% yoy)
EBIT 2020 (vor SBC)	21,7 Mrd. USD (+30,3% yoy)
EBIT-Marge	31,0%
NI 2020 (nach SBC)	15,4 Mrd. USD (+30,0%)
NI-Marge	22,0%
Levered FCF (vor SBC)	18,1 Mrd. USD (83% EBIT Conversion)
FCF-Marge	25,9%
Aktienanzahl	9.650 Mio. Stücke
Kurs	554 HKD
Marktkapitalisierung	687,7 Mrd. USD
Wert der Investments (net)	241,8 Mrd. USD
EV	445,9 Mrd. USD
Fwd. P/E	31,2x (20,2x adj. um Investment-Portfolio)

Kursziele (Marktmeinungen)	Bandbreite: 508 - 939 HKD
Wachstum historisch (EPS)	+23% p. a. 2017-2020
Wachstumspotenzial (EPS)	+19% p. a. mid term

UNTERNEHMENSHISTORIE

Tencent wird 1998 als Shenzhen Tencent Computer Systems Co. Ltd. von insgesamt fünf Co-Gründern ins Leben gerufen. Die fünf Co-Gründer sind der bis heute amtierende CEO Ma Huateng (auch Pony Ma genannt), Zhang Zhidong, Xu Chenye, Chen Yidan und Zeng Liqing.

Tencent-Gründungsgesellschafter in 1998	Investment	Anteil
Pony Ma	33 Tsd. USD	47,5%
Zhang Zhidong	12 Tsd. USD	20,0%
Xu Chenye	6 Tsd. USD	10,0%
Chen Yidan	6 Tsd. USD	10,0%
Zeng Liqing	7 Tsd. USD	12,5%
Gesamt	60 Tsd. USD	100%

Ma, Zhang, Xu und Chen besuchen dieselbe Schule in Shenzhen und zeigen dort sehr gute Leistungen insbesondere in Mathematik. Alle vier beginnen anschließend ein Studium an der Universität Shenzhen – Ma, Zhang und Xu im Bereich Computerwissenschaften, Chen in Chemie. Zeng studiert nicht in Shenzhen, sondern Telekommunikationswissenschaften an der Universität für Elektrotechnik und Elektronik in Xi'an und arbeitet nach seinem Abschluss im Vertrieb der Shenzhen-Niederlassung von China Telecom. Nach der Gründung von Tencent konzentrieren sich Ma, Zhang, Xu und Chen auf die Produktentwicklung, während Zeng alle Fragen zum Vertrieb und Marketing übernimmt.

Die **Idee zur Gründung stammt zentral von Ma Huateng**, der über die beiden vergangenen Dekaden hauptverantwortlich für die strategische Ausrichtung des Unternehmens ist. Ma wird



1971 in Shantou geboren, bevor seine Familie auf die Insel Hainan – die südlichste Provinz Chinas – umzieht. Ma wächst in einfachen Verhältnissen auf und sein Vater hat häufig Schwierigkeiten, Arbeit zu finden. Die Situation der Familie bessert sich jedoch merklich, als sein Vater eine Anstellung im Hafen von Shenzhen

erhält und die Familie 1984 in die rasch wachsende Stadt im Perlflossdelta umzieht. Shenzhen profitiert zu dieser Zeit von einem politischen Umbruch, da nach dem Tod von Mao Zedong im Jahr 1976 Deng Xiaoping als neuer Parteiführer in China eine **Reform- und Öffnungspolitik** auf den Weg bringt. In einer Abkehr vom Maoismus lässt Deng Xiaoping vier Sonderwirtschaftszonen einrichten: Zhuhai, Shantou, Xiamen sowie ebenfalls das an Hongkong angrenzende Shenzhen.

Die Sonderwirtschaftszonen sind **kapitalistische Experimentierregionen**, in denen erstmals wieder Unternehmen in privatem Besitz, eigenverantwortliche Produktions- und Investitionsplanungen sowie ausländische Direktinvestitionen erlaubt sind. Mit dem Rückenwind dieser neuen Möglichkeiten entwickelt sich Shenzhen ab den 1980er-Jahren von einem Fischerdorf mit lediglich 30 Tsd. Einwohnern zu einer Metropole mit über 12 Mio.

Einwohnern. Shenzhen wird in den Medien auch regelmäßig als Chinas Silicon Valley betitelt (siehe Abbildungen).



Bildquelle: Chen Zonghao

Auf der Schule in Shenzhen lernt Ma drei seiner vier späteren Mitgründer kennen und schätzen: Zhang Zhidong, Xu Chenye und Chen Yidan, von denen heute neben Ma selbst (CEO) nur noch Xu im Management Team von Tencent als CIO aktiv ist.¹ Während der Schulzeit entwickelt Ma eine Leidenschaft für Astronomie und strebt 1989 ein Studium in diesem Fachbereich an, die Universität Shenzhen bietet einen passenden Studiengang allerdings nicht an. Bei dem Test für die Hochschulzulassung (Gaokao) erreicht Ma ein gutes Ergebnis, das anstelle von Shenzhen auch ein Studium an einer renommierten Hochschule wie Peking oder Shanghai ermöglicht hätte. Zeitgleich findet jedoch die Studentenprotestbewegung im Land statt und Mas Eltern wollen nicht, dass ihr Sohn sich abseits der Heimat in den Epizentren der Aufstandsbewegung aufhält. Ma ändert deshalb seine Pläne und beginnt, statt Astronomie Computerwissenschaften an der Universität Shenzhen zu studieren. Zhang und Xu schreiben sich ebenfalls für Computerwissenschaften ein, während Chen Chemie studiert. Ma und Xu wohnen während des Studiums zusammen und Ma entwickelt sich in dieser Zeit zu einem „Computer-Geek“, der als Hobby Virenprogramme schreibt, mit denen er die Festplatten der Universitätsrechner sperrt. Ma reift im Laufe seines Studiums zu einem **begabten Programmierer heran mit einer Obsession für gutes Design von Bedienoberflächen und einem Fokus auf Nutzerfreundlichkeit.**

Seinen ersten kommerziellen Erfolg erreicht Ma als Praktikant bei Liming Network Systems, einem Netzwerkausrüster, der u. a. die technische Infrastruktur für die Börsenplätze Shanghai und Shenzhen konzipiert. Während seines Praktikums entwickelt Ma eine grafische Benutzeroberfläche für Aktienanalysen, die ihm sein Arbeitgeber für rd. 50 Tsd. RMB abkauft, was damals drei Jahresgehältern eines Hochschulabsolventen entspricht. In einem späteren Interview für eine Festanstellung bei China Motion Telecom punktet Ma mit eben diesem Referenzprojekt. Zwischen 1993 und 1998 arbeitet er als Softwareentwickler für Pager-

¹ Zhang, Chen, Zeng tragen jeweils den Ehrentitel des Advisor Emeritus

Dienste, die in den 1990er-Jahren in China beliebt sind. Eine in diesem Zeitraum klassische Konzernkarriere unterminiert jedoch nicht Mas Unternehmergeist, sodass er in seiner Freizeit unter anderem einen Knotenpunkt im FidoNet, einem Vorläufersystem des heutigen Internets, einrichtet. Privatpersonen können im FidoNet über ihre Telefonleitungen Nachrichten versenden. Zu den ersten Nutzern gehören einige von Chinas späteren Internetpionieren, neben Ma Huateng (Tencent-Gründer) unter anderem Lei Jun (Xiaomi-Gründer) und Ding Lei (NetEase-Gründer). Viele Kontakte im FidoNet finden ausschließlich virtuell statt, Lei und Ma treffen sich im Jahr 1995 jedoch erstmals auch persönlich. Lei ist fasziniert vom erfolgreichen Release des weltweit ersten kostenlosen E-Mail-Dienstes Hotmail im Jahr 1996 und gründet davon inspiriert NetEase im Jahr 1997 mit einem E-Mail-Dienst für den chinesischen Markt. Ma nimmt zudem die erfolgreichen IPOs von Yahoo und Netscape in den USA wahr. Leis Gründung in China bestärkt ihn final darin, selbst ein Web-Unternehmen aufbauen zu wollen.

1998 überzeugt Ma seinen Freund Zhang Zhidong, sich ihm anzuschließen. Zusammen rekrutieren sie ihre beiden ehemaligen Mitschüler und Kommilitonen Xu Chenye und Chen Yidan. Keiner der vier Freunde hat allerdings Erfahrungen im Vertrieb oder Marketing und deshalb akquirieren sie Zeng Liqing. Mas initiale Produktidee zielt darauf ab, die in China weit verbreiteten Pager mit dem Internet zu verbinden, sodass darüber Text- und Sprachnachrichten empfangen werden können. Gleichzeitig werden jedoch Mobiltelefone zusehends erschwinglicher und große Telekommunikationsunternehmen zeigen kein Interesse mehr an einer Weiterentwicklung der Pager-Technologie. Tencent muss sich aus diesem Grund die ersten 12 Monate vor allem mit Hilfe von Software-Auftragsarbeiten über Wasser halten.

Das erste „eigene“ Produkt: OICQ

1998 verkündet AOL die Übernahme des israelischen Messaging-Dienstes ICQ für 287 Mio. USD. Zum Zeitpunkt der Übernahme erwirtschaftet ICQ zwar keinerlei Umsätze, hat dafür aber



12 Mio. Nutzer, die das Chatprogramm durchschnittlich 75 Minuten am Tag nutzen. Allein durch Mundpropaganda kommen täglich 50.000 neue Nutzer hinzu. Ma diskutiert mit seinen Mitgründern, ob sie eine Kopie von ICQ für den chinesischen Markt entwickeln sollen. Ihr ursprüngliches Kalkül dabei ist, dass so ein Dienst zwar nie Umsatz oder Gewinn erzielen kann, ein Verkauf an einen Großkonzern jedoch erst einmal

das Fortbestehen ihres Unternehmens sichern könnte. **Tencent ist ab dem Zeitpunkt seiner Gründung chronisch unterfinanziert und wird im Laufe der Zeit mehrere Male kurz vor der Insolvenz stehen.** Ma entschließt sich, das Projekt durchzuführen und beauftragt Zhang mit der Entwicklung eines Prototyps. Zu diesem Zeitpunkt existieren neben ICQ (übernommen durch AOL) in China bereits drei Klone: CICQ von einem taiwanesischen Entwickler, NetSprite sowie PICQ (letzteres wird später übernommen durch Guangzhou Telecom). Am 10. Februar 1999 veröffentlicht Tencent nach drei Monaten Entwicklungszeit seinen eigenen ICQ-Klon namens OICQ.

In den kommenden Monaten kann sich OICQ tatsächlich als Nachzügler aus mehreren Gründen gegen die Konkurrenz durchzusetzen. Im Gegensatz zum Original-ICQ speichert

OICQ den sozialen Graphen der Nutzer auf dem eigenen Server ab anstatt auf lokalen Clients, hat eine signifikant kleinere Installationsdatei und führt außerdem die Möglichkeit zum Offline-Messaging ein. Diese Maßnahmen führen zu einem **besseren Produkt-Markt-Fit, da anders als im Westen die meisten Nutzer in China Messaging-Dienste in Internetcafés statt auf einem heimischen PC nutzen.**² Ferner verliert der Konkurrent PICQ im neuen Großkonzern an Bedeutung, CICQ erfährt als taiwanesisches Unternehmen politische Hindernisse, NetSprite verlagert seinen Fokus auf Onlinespiele und AOL ist durch den Browser-Krieg gegen Microsoft mit anderen Dingen beschäftigt.

Das erste Mal vor der Insolvenz

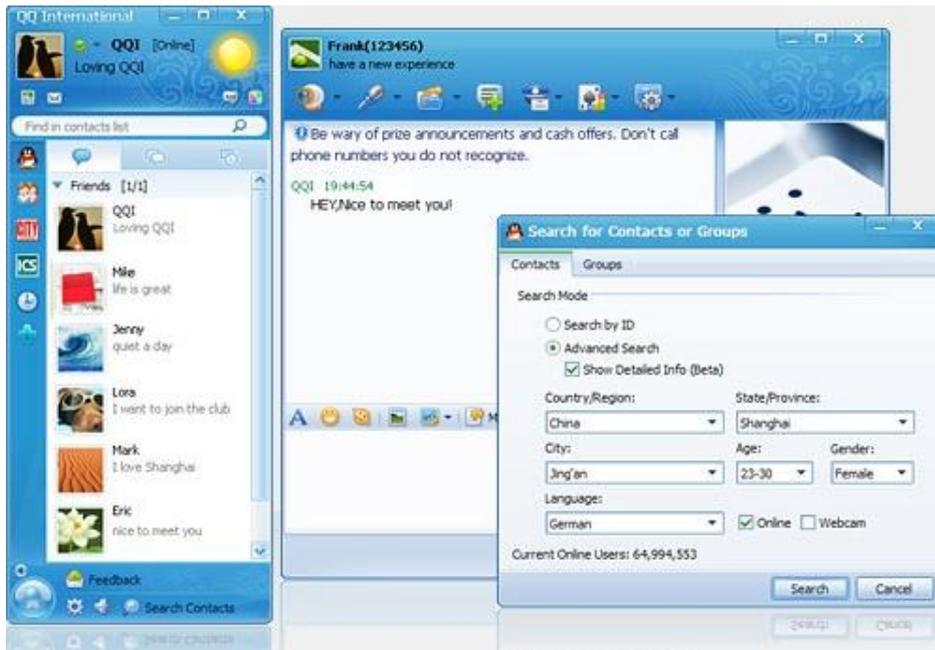
Ende 1999 überschreitet OICQ erstmals die Zahl von 1 Mio. chinesischen Nutzern, generiert jedoch genau wie ICQ im Original keinerlei Umsätze. Analog zu den Anfängen von Google sehen die Gründer keine plausible Möglichkeit, ihr Produkt zu monetarisieren. Tencent hält den Geschäftsbetrieb nur mit Hilfe von Auftragsarbeiten aufrecht. Die rasant steigenden Serveranforderungen³ brauchen sämtliche liquiden Mittel auf, sodass Ma bei einer Restliquidität von nur noch ~1 Tsd. USD versucht, externe Investoren zu gewinnen oder das Unternehmen vollständig zu verkaufen. Ma geht mit einer Zielvorstellung eines Verkaufserlöses i.H.v. ~400 Tsd. USD in Übernahmegespräche mit insgesamt sechs Unternehmen, von denen jedoch keines bereit ist, diese Summe zu bezahlen (das Höchstgebot liegt bei 70 Tsd. USD).

Zeng Liqing rät Ma dazu, hinsichtlich einer Finanzierungsrunde Venture Capital Fonds anzusprechen, was in China damals ein noch unbekanntes Konzept ist. Zeng organisiert ein Treffen mit dem in Boston gegründeten VC [IDG Capital](#), der als erstes US-Unternehmen chinesischen Start-Ups im größeren Stil Wagniskapital bereitstellt. Während des Treffens antwortet Ma auf die Frage, wie er die Zukunft von Tencent sehe, dass diese komplett ungewiss sei und er lediglich wisse, dass sie mit OICQ ein Produkt hätten, dass die Leute gerne nutzen. Einen konkreten Plan zur Monetarisierung habe er allerdings nicht.

Im Anschluss übernehmen IDG und PCCW zu gleichen Teilen 40% an Tencent und zahlen dafür 2,2 Mio. USD. Simultan zum Erhalt des Geldes Anfang 2000 platzt die Dotcom-Blase und Internetkonzerne in den USA wie Amazon und Yahoo verzeichnen Kursverluste zwischen 80-90%. Ein späterer Einstieg in die Gespräche mit IDG und PCCW hätte für Tencent voraussichtlich die Insolvenz bedeutet. Unbeeindruckt all dieser betriebswirtschaftlichen Widrigkeiten zeigt Tencents Messaging-Dienst OICQ ein ungebremstes Nutzerwachstum und Ma investiert das erhaltene Wagniskapital fast vollständig in neue Server. Eine Urheberrechtsklage von AOL zwingt Tencent kurze Zeit später zu einer Namensänderung von OICQ hin zu QQ (siehe Abbildung auf der nächsten Seite).

² Ende 1999 besitzen <10% der Haushalte in China einen eigenen PC gegenüber 50% in den USA

³ im Gegensatz zu Arbeitskräften ist Equipment zu diesem Zeitpunkt in China kaum zu bezahlen

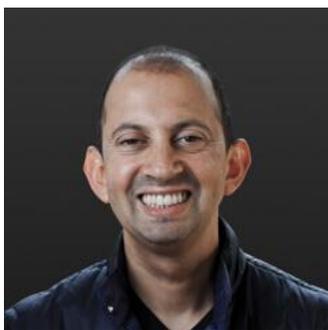


Bildquelle: Tencent

Das Zweite Mal vor der Insolvenz und Naspers großer Auftritt

Ende 2000 überschreitet QQ die Anzahl von 100 Mio. Nutzern. Ein Grund zur Freude besteht jedoch weiterhin nicht, da Tencent die gesamte Liquidität von IDG und PCCW aufgebraucht hat und erneut vor der Insolvenz steht. Die beiden Finanzinvestoren stellen aufgrund der globalen Internet-Kernschmelze keine Anschlussfinanzierungen bereit und drängen auf einen Exit.

QQ generiert weiterhin keinerlei Umsätze und Ma muss Tencent deshalb erneut zum Verkauf stellen. Die dieses Mal angesprochenen Unternehmen wie Sohu oder Yahoo lehnen jedoch alle ab. **Das Aus des Unternehmens kann nur deshalb noch unverhofft abgewendet werden, da sich David Wallerstein im Januar 2001 bei Ma vorstellt.** Wallerstein arbeitet zu dieser Zeit für MIH (eine Tochtergesellschaft von Naspers) und sucht nach Investments in China. Wallerstein ist gebürtiger Amerikaner, spricht jedoch fließend chinesisches und verbringt regelmäßig Zeit in chinesischen Internetcafés, um zu sehen, welche Dienste bei Jugendlichen beliebt sind. Dort beobachtet er die rasante Verbreitung von QQ und lässt sich von Ma bei ihrem ersten Treffen die Trends bei den täglichen Neuanmeldungen demonstrieren (zu dieser Zeit etwa +500 Tsd. neue Nutzer am Tag). Wallerstein bietet anschließend auf einer Bewertungsgrundlage von 60 Mio. USD an, in Tencent zu investieren (11x höher als das Niveau des Vorjahres) und dem Unternehmen weitere Anschlussfinanzierungen bereitzustellen. PCCW verkauft zu diesem Angebot seinen kompletten 20%-Anteil und IDG 12,8%, sodass Naspers mit 32,8% zum größten Eigentümer hinter den fünf Co-Gründern aufsteigt. Naspers erhöht seinen Anteil pre-IPO auf 46,5% (insgesamt 32 Mio. USD Investitionssumme) und lässt sich durch den Börsengang auf 37,5% verwässern (bis 2018 etwa noch: 33,0% und nach dem letzten Teilverkauf 2021 noch 28,9%). **Bei einer heutigen Bewertung von Tencent in Höhe von ~700 Mrd. USD (>6.000x bzw. >55% IRR über 20 Jahre) resultiert die Initiative Wallersteins im voraussichtlich besten VC-**



Bei einer heutigen Bewertung von Tencent in Höhe von ~700 Mrd. USD (>6.000x bzw. >55% IRR über 20 Jahre) resultiert die Initiative Wallersteins im voraussichtlich besten VC-

Investment der Geschichte. Wallerstein (heute CXO bei Tencent) rekapituliert diese [Episode in einem sehenswerten Interview mit Anu Hariharan von Y Combinator](#). Naspers großer Auftritt markiert das letzte Mal, dass Tencent sich in einer existenzbedrohenden finanziellen Lage wiederfindet.

Kurz darauf löst das Gründerteam auch die Frage nach der Monetarisierung von QQ. In Korea entwickelt sich eine Website mit **personalisierbaren Avataren** (Frisuren, Kleidung, Accessoires) zu einem Überraschungserfolg. In kurzer Zeit registrieren sich über 1 Mio. junge Koreaner auf der Website und zahlen für die Personalisierung ihrer Avatare durchschnittlich 0,5 USD pro Monat. Tencent kopiert dieses Feature, wie man zuvor bereits die Grundidee für QQ von ICQ kopiert hat.

In den nächsten Jahren wird genau dieses Vorgehen – **das schnelle Verstehen von Trends und anschließendes Kopieren für die eigenen Produkte** – zum Markenzeichen von Tencent und dem Unternehmen den unbeliebten Titel des „König des Kopierens“ einbringen. Innerhalb weniger Monate nutzen 5 Mio. QQ-Nutzer die neue Avatarfunktion und bezahlen dafür im Mittel 0,5 USD pro Monat. Der Umsatz steigt in noch höhere Dimensionen, als Tencent das monatliche „Red Diamond“-Abonnement für 1 USD/Monat einführt (dieses enthält ein rotes Diamantsymbol neben dem Benutzernamen, exklusiv Zugang zu bestimmten Kleidungsstücken/Accessoires sowie Rabattmöglichkeiten). Im Juni 2001 erreicht Tencent dank der Avatarfunktion in QQ Show erstmals den Break-Even und erreicht 2002 eine Umsatz Run-Rate von 100 Mio. USD. In den kommenden Jahren monetarisiert Tencent zudem sehr erfolgreich das Versenden von QQ-Nachrichten via SMS an Mobiltelefone in Form des Produkts QQ Mobile, das ein monatliches Abonnement zu 0,5 USD/Monat erfordert.



Links: sayclub-Avatare, rechts: Avatar-Personalisierung innerhalb von QQ Show

Börsengang, QQ vs. MSN und zwei folgenschwere Personalien

2004 geht Tencent in Hongkong an die Börse (IPO-Erlös: 200 Mio. USD, >30x überzeichnet, Ausgabekurs bereinigt um 5-für-1 Split in 2014: 0,74 HKD, Marktkapitalisierung: 800 Mio. USD, P/E: 21,2x). Ma beauftragt Goldman Sachs mit der Durchführung. Koordiniert wird der Börsengang vom in Peking geborenen, aber **in den USA ausgebildeten Investmentbanker Lau**

Chi Ping (auch: Martin Lau genannt). Lau beeindruckt Ma nachhaltig durch seinen Arbeitseifer. Da sich Lau außerdem bestens für englischsprachige Road Shows eignet, lotst Ma ihn 2005 als Chief Strategy and Investment Officer zu Tencent. **Heute ist Lau hauptverantwortlich für das Investmentportfolio von Tencent, das einen immer bedeutenderen Teil des Gesamtwertes ausmacht.**



Im Jahr 2005 trifft Ma noch eine zweite folgenschwere (Personal-)Entscheidung. Nachdem Microsoft mit einer Kampfansage an Tencent sein Engagement in der Volksrepublik im Bereich Instant Messaging ausbauen will, benötigt Tencent schnellstmöglich eine Antwort darauf. Das gesamte Management-Team fürchtet Microsoft sehr und die Amerikaner planen, ihren MSN Messenger (10% Marktanteil in China) mit Hilfe von Unternehmenskunden in China stärker zu verbreiten. Diese sollen MSN in ihren Büros einsetzen, wo QQ (77% Marktanteil in China)

durch seine ursprüngliche Ausrichtung auf Jugendliche, Selbstdarstellung und Freizeit verpönt ist. Viele Angestellte dürfen in dieser Zeit QQ am Arbeitsplatz nicht nutzen, MSN hingegen schon. Angesichts dieser Gemengelage beschließt Ma, einen in China direkt mit Microsoft Hotmail konkurrierenden E-Mail-Dienst zu übernehmen (Foxmail). Foxmail wurde **initial von einem talentierten Programmierer, Zhang Xiaolong, in Eigenregie entwickelt**, der die Software als „QQ Mail“ für Tencent weiterentwickeln soll. Da Zhang jedoch nicht von Guangzhou nach Shenzhen umziehen möchte, eröffnet Tencent extra für ihn einen F&E-Standort in Guangzhou, von wo aus Zhang bis heute arbeitet (siehe Kapitel: [WECHAT-PRODUKTHISTORIE](#)).

Obwohl MSN 2005 eine „Anti-QQ-Allianz“ mit dem Yahoo Messenger bekannt gibt (beide Produkte werden füreinander geöffnet), kann MSN in den kommenden Jahren keine Marktanteile von QQ gewinnen. 2014 beendet Microsoft schließlich den MSN-Dienst in China. Gründe für das Scheitern sind ein größerer Funktionsumfang und regelmäßiger Updates auf Seiten von QQ im Vergleich zu MSN. QQ bietet früher Gruppenchats, Transfers sehr großer Dateien sowie Offline-Messaging an, worauf MSN nur träge und nach Absprache mit der Zentrale in den USA reagiert.

Qzone als Verteidigung gegen Facebook

Während Ma Ende der 2000er-Jahre erleichtert wahrnimmt, dass die ursprünglich gefürchtete Offensive Microsofts mit dem MSN Messenger verpufft, erobert gleichzeitig Facebook die westliche Welt im Sturm. Im Jahr 2004 gegründet, verzeichnet das soziale Netzwerk bereits 2008 über 100 Mio. MAU. Blockiert wird die Seite in China erst ab Mitte 2009 (sowie heute ebenfalls Instagram, Twitter, Snapchat oder YouTube).

Tencent führt 2005 mit Qzone ein eigenes soziales Netzwerk ein, das einer Mischung aus MySpace und Facebook entspricht und junge Erwachsene ansprechen soll. Auf Qzone können die Nutzer Tagebuch führen, Blogs schreiben oder Fotos teilen. Besonders die Fotofunktion ist bei Nutzern beliebt und führt Tencents Serverkapazitäten wieder einmal an ihre Belastungsgrenze. Ende 2007 wird Qzone erstmals über ein Mitgliedschaftsmodell monetarisiert (Yellow Diamond-Abonnement für 1 USD/Monat). Das Yellow Diamond-Abonnement ermöglicht den Nutzern das Abspielen von Hintergrundmusik auf ihren Profelseiten sowie personalisierbare Hintergründe.



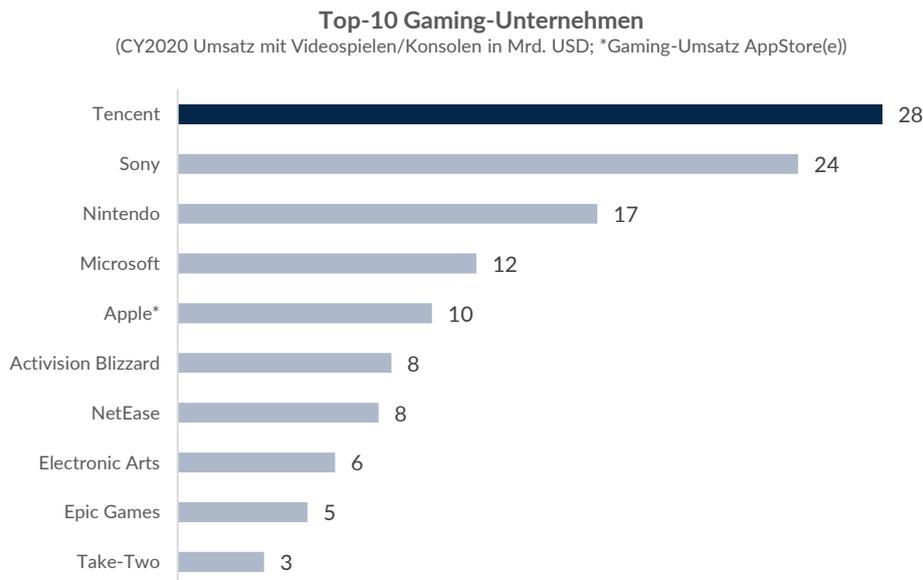
aktuelle Qzone-IPhone-App, Bildquelle: Tencent

2009 erlebt Qzone einen großen Durchbruch dank einer Kooperationsvereinbarung mit dem chinesischen Spieleentwickler Five Minutes, der den Qzone-Nutzern das Social Farming-Spiel QQ Farm zur Verfügung stellt. QQ Farm übertrifft sämtliche Erwartungen und allein für dieses Spiel erwirbt Tencent im zweiten Halbjahr 2009 rd. 4.000 neue Server. Millionen von Spielern geben Geld für virtuelle Güter wie Saatgut, Dünger, Tierfutter oder Werkzeuge aus, die den Spielfortschritt beschleunigen und gleichzeitig Tencent hohe Umsätze bescheren. Um den Diebstahl der eigenen virtuellen Ernte durch andere Spieler zu verhindern, [stellen sich viele Spieler einen nächtlichen Wecker, um den Spielstatus bei QQ Farm laufend überprüfen zu können.](#)

Während Qzone heute zwar weiterhin existiert, ist die **Bedeutung aufgrund der Omnipräsenz von WeChat nur noch sehr gering.** Die Erfahrung mit QQ Farm bestätigt Ma jedoch darin, einen strategischen Fokus auf die Entwicklung und Vermarktung von Smartphone-Spielen zu legen. 2002 wird Tencents Gaming-Abteilung mit zunächst 4 Mitarbeitern ins Leben gerufen, die für Tencent heute wichtiger ist als je zuvor und den Löwenanteil zum Konzernumsatz und Gewinn beisteuert (siehe nächste Seite).

Der Aufstieg im Gaming ab 2002

Die Gaming-Abteilung von Tencent (Produktmix: 75% Mobile, 25% PC) stellt heute mit 40% vom Gesamtumsatz die wichtigste operative Säule für den Konzern dar. In absoluten Zahlen setzt Tencent im Gaming 27,7 Mrd. USD um und ist damit das größte Videospieleunternehmen der Welt (siehe nachfolgendes Diagramm). **Der Aufstieg zum Marktführer ab 2002 wird initial allerdings von mehreren Fehlschlägen begleitet.**



2002 reist Ma mit Zeng Liqing zur Spielemesse E3 nach Los Angeles, um ihn vom Potenzial der Industrie zu überzeugen. Als sie nach Shenzhen zurückkehren, ist sich das Gründer-Team uneinig, ob Tencent wirklich im Gaming aktiv werden soll. Keiner der fünf Co-Gründer spielt selbst Videospiele oder besitzt eine Affinität zur Branche. Sie beschließen deshalb, nicht als Entwickler aktiv zu werden, sondern zunächst **Lizenzen für den China-Vertrieb des Spiels Turf Battles vom südkoreanischen Entwickler Imazic zu erwerben**. Turf Battles gilt 2002 als eines der fortschrittlichsten MMORPGs und Tencent bietet Spielern einen Preis pro gespielte Stunde oder ein monatliches flat fee-Abonnement an. Beide Angebote werden für Tencent jedoch zu einem finanziellen Desaster, da die hohen Rechen- und Netzwerkanforderungen des Spiels an den tatsächlichen Gegebenheiten in China vorbeigehen. Dieser Rückschlag muss vom Team eine Weile verdaut werden und erst 2004 erfolgt ein echter Neuanlauf mit einem vergrößerten Mitarbeiterstab. Für den zweiten Anlauf teilt Ma die Mitarbeiter in separate Teams ein, die an unterschiedlichen Spielprojekten parallel arbeiten sollen. Er zahlt Boni, sofern vorher definierte Meilensteine erreicht werden und restrukturiert Teams umgehend, die keinen Fortschritt bei der Bewältigung ihrer aktuellen Aufgabe erzielen.

Die so neu ausgerichtete Gaming-Abteilung widmet sich zunächst einfachen Online-Brett- oder Kartenspielen (Casual Games) anstatt komplexeren Projekten wie MMORPGs oder MOBAs. Bei Casual Games hält Ourgame in China zu diesem Zeitpunkt einen Marktanteil von 80%, jedoch ohne echtes eigenes IP. Nichts hält Tencent davon ab, selbst Online-Schach- oder Solitärspiele zu entwickeln.

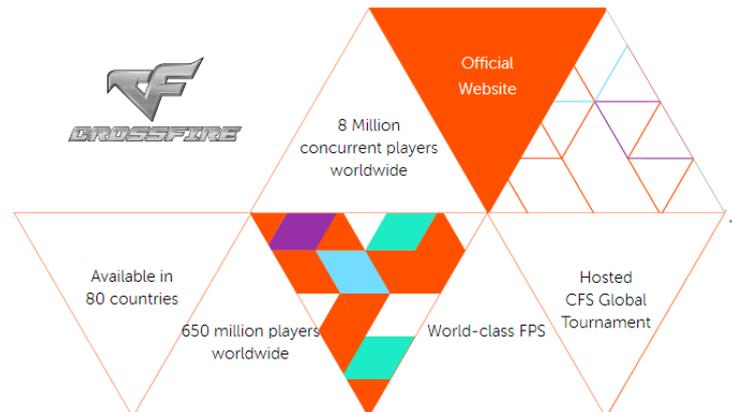
Tencent kopiert folglich **sämtliche Casual Games von Ourgame** und kombiniert diese mit dem **sozialen Graphen aus QQ**, sodass QQ-Nutzer live sehen können, welcher ihrer Freunde gerade online spielt, und mit nur einem Klick einem laufenden Spiel beitreten können. Bis Ende 2006 zwingt Tencent mit dieser Strategie Ourgame in die Bedeutungslosigkeit und kann nach etwa vier Jahren einen ersten kompetitiven Erfolg im Heimatmarkt vorweisen.

Anschließend kopiert Tencent – mehr oder minder offensichtlich – komplexere Spiele von Konkurrenten wie Nexon und kombiniert diese erneut mit dem sozialen Graphen aus QQ, was zu einem immer größeren Wettbewerbsvorteil wird.⁴

2008/09 gilt dann als Zeit des finalen Durchbruchs für Tencents Gaming-Sparte. In diesen beiden Jahren erwirbt Tencent die Rechte, die zwei von südkoreanischen Entwicklern entwickelten Spiele Crossfire (ein FPS vom Developer Smilegate ähnlich Counter-Strike; siehe nachfolgende Abbildung) und Dungeon Fighter Online DFO (ein Beat 'em up vom Developer Neople ähnlich Streets of Rage) als Publisher in China zu betreiben und zu vermarkten.



Developer	Publisher	Genre	Release	Rating
Smilegate Entertainment	Smilegate West (America, Europe) etc.	FPS	MAR 2007	For ages 15 and up



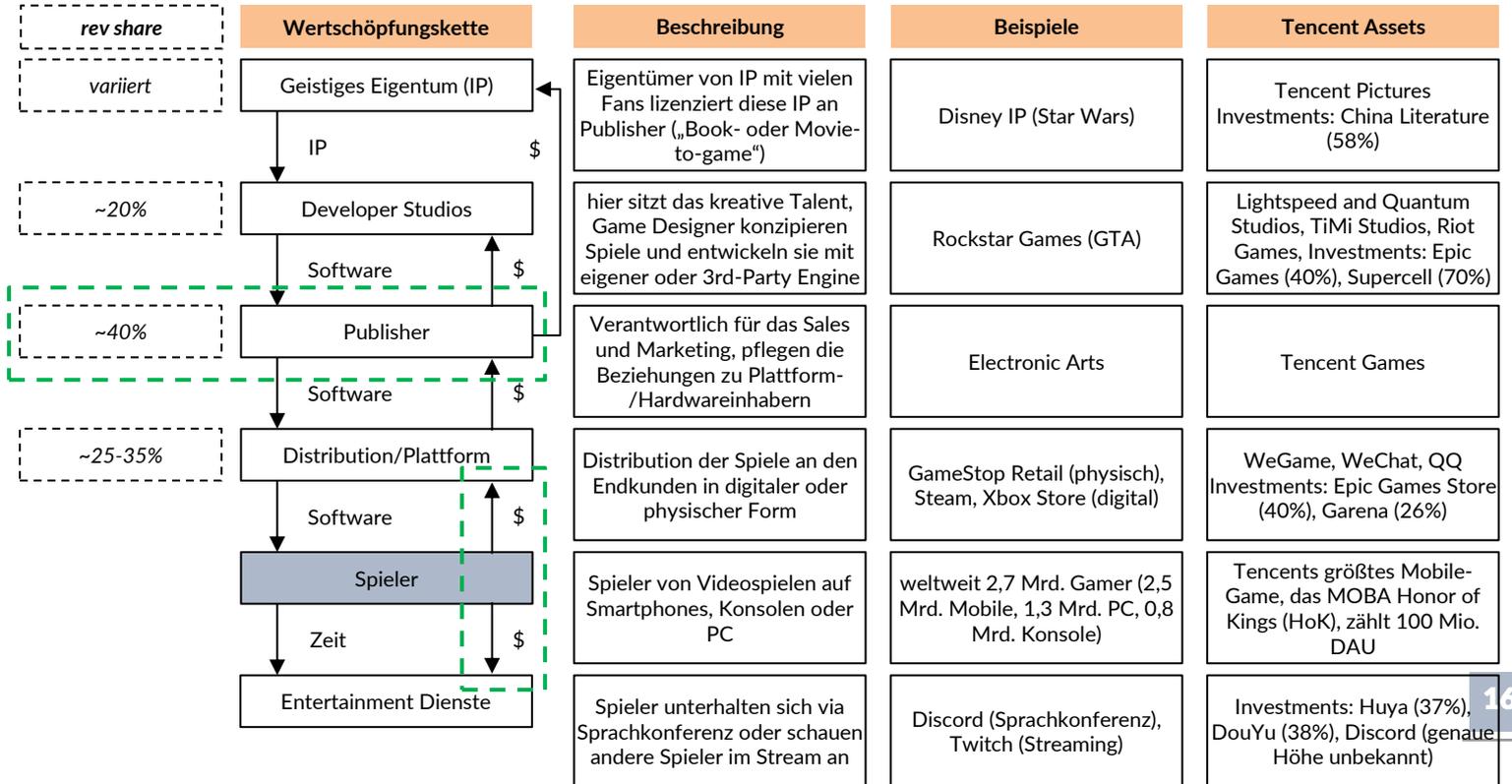
Bildquelle: Smilegate Holdings

Diese beiden Spiele ermöglichen Tencent 2009 ein Umsatzwachstum von +80% und erzielen hohe Gewinne. 2011 gelingt mit der Übernahme des US-Developers Riot Games (League of Legends) ein weiterer, international beachteter Coup. Seit 2013 – also nur etwa zehn Jahre nachdem das Team mit lediglich 4 Mitarbeitern begonnen hatte und zunächst erfolglos blieb – ist Tencent gemessen am Umsatz das größte Gaming-Unternehmen in China.

In den Folgejahren veröffentlicht Tencent komplexere Eigenentwicklungen wie Honor of Kings (2015) und heute profitiert das Unternehmen zusätzlich davon, dass ausländische Developer in China nicht selbst als Publisher aktiv werden dürfen. Ferner hat Tencent im Zeitverlauf fast alle Stufen der Gaming-Wertschöpfungskette vertikal integriert und verschafft sich so einen Wettbewerbsvorsprung (siehe Darstellung auf der nächsten Seite).

⁴ zum Ende des Jahrzehnts zählt QQ 500 Mio. MAU nach 100 Mio. Ende 2000 und die soziale Vernetzung übersteigt eine kritische Größe

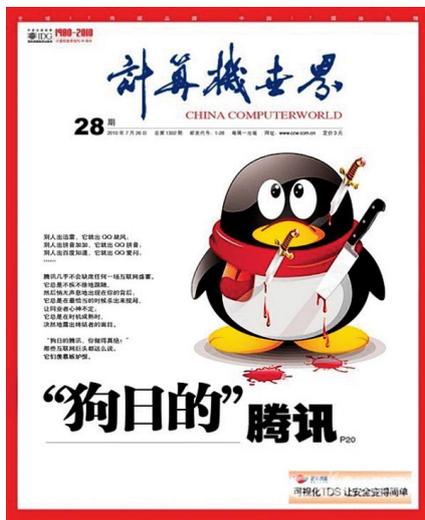
Die konzerneigenen Verlagshäuser und Filmproduktionsstudios können beispielsweise Serien oder Buchreihen zum Zweck der Cross-Promotion für ein beliebtes Videospiele erstellen. Die eigene Spiele-Plattform WeGame (ähnlich Steam) sowie der konsolidierte Streaming-Dienst Huya (37% Kapitalanteil, 51% Stimmrechtsanteil) fungieren als wichtige Marketingwerkzeuge.



Tencents Erfolg mit der „Copy, Copy, Copy“-Strategie und Widerstand dagegen

Zeitgleich mit dem Durchbruch für Tencents Gaming-Sparte 2008/09 hat **QQ den chinesischen Instant-Messaging Markt faktisch monopolisiert**. In dieser Ära regt sich ein wachsender Widerstand gegen Tencents Strategie des rigorosen Kopierens der Produkte von Wettbewerbern. Schließlich beruht die erste erfolgreiche Monetarisierung von QQ (eine Kopie von ICQ) auf personalisierbaren Avataren (wiederum eine Kopie von sayclub) und der Aufstieg im Gaming beruht auf Kopien von Ourgame und Nexon.

Kritiker werfen Tencent den Missbrauch des dominanten QQ-Traffics vor, mit dessen Hilfe selbst minderwertige Plagiate ausreichen würden, um Konkurrenten vom Markt zu drängen. Sina-Gründer Wang Zhidong bezeichnet Ma Huateng sogar öffentlich als „König des Kopierens“ und einen vorläufigen Höhepunkt erreichen die negativen Schlagzeilen in einer Titelgeschichte der chinesischen Computerworld mit dem Titel „Fucking Tencent“ – samt erstochenem Pinguin-Maskottchen des Unternehmens (siehe Abbildung).



Bildquelle: China Computerworld 2010

Einordnung der Vorwürfe

Wie sind diese [Plagiatsvorwürfe, die sich bis heute wiederholen](#), einzuordnen?

Meiner Meinung nach ist anzumerken, dass das Kopieren beliebter Funktionalitäten zwischen Internet-Plattformen keine chinesische Eigenheit ist, sondern gleichermaßen im Westen stattfindet: **Facebook kopiert die Stories-Funktion von Snapchat, Amazon kopiert neue innovative Produkte von Marketplace-Händlern und bringt diese als Eigenmarken heraus, Apple kopiert AirTags von Tile**. All diese Entwicklungen geschehen zulasten kleinerer Wettbewerber. Das Kopieren von Trends ist ein globales Phänomen, lediglich Tempo und Intensität sind in China noch einmal höher als im Rest der Welt.

„In America, when you bring an idea to market you usually have several months before competition pops up, allowing you to capture significant market share. In China, you can have hundreds of competitors within the first hours of going live. Ideas are not important in China – execution is.“

- Ma Huateng

Tencent mag in der Anfangszeit lange nicht durch eigene Innovationskraft überzeugt haben, mindestens genauso wichtig ist für einen Plagiator jedoch die *Umsetzung* einer Idee. Entgegen der Meinung der Kritiker reicht der Traffic-Vorteil allein nicht aus, um per se jeden Konkurrenten vom Markt zu drängen.

QQ hat als 1:1-Kopie von ICQ begonnen, wurde am Ende jedoch vor allem durch eine **bessere Anpassung an die lokalen Gegebenheiten zum Marktführer** (i. e. Offline Messaging, kleinere Installationsdatei, Speicherung des sozialen Graphen der Nutzer auf dem eigenen Server (Stichwort: Internetcafés in China), Gruppenchats und Transfer sehr großer Dateien).

Tencents Gaming-Sparte hat mit 1:1-Kopien von Ourgame/Nexon begonnen und das erfolgreichste Spiel Honor of Kings (Mobile) ist eine Kopie von League of Legends (PC). Wie bereits QQ wurde jedoch auch HoK vor allem durch eine **bessere Anpassung an die lokalen Gegebenheiten zum Marktführer**.

Riot Games – seines Zeichens Entwickler von League of Legends und Tochtergesellschaft von Tencent – lehnt 2015 den Wunsch der Konzernmutter ab, eine Mobilversion von LoL für den chinesischen Markt zu entwickeln. 2015 herrscht im Westen die Meinung vor, dass man AAA-Spiele nicht als Smartphone-Variante entwickelt, da dies dem Gameplay und der Qualität des Franchises nicht gerecht wird. Tencent beauftragt nach der Absage von Riot Games ein eigenes Studio in Shenzhen (TiMi) mit dem Projekt und die ersten Screenshots zum Spiel belasten das Klima zwischen Tencent und Riot Games merklich (O-Ton Riot Games: *“They were blatantly ripping off our intellectual property”*).

Tencent lässt neben TiMi noch ein zweites Studio ein MOBA für den chinesischen Markt entwickeln und beide Spiele werden zeitgleich am 18. August 2015 veröffentlicht. Honor of Kings liegt im direkten Vergleich zunächst zurück, nach einem größeren Update und Verbesserungen im Gameplay gewinnt HoK jedoch zwischen Oktober und Dezember 2015 mehr als 7,5 Mio. DAU und wird damit zum führenden Spiel in der Kategorie. **Honor of Kings ist wie QQ bestmöglich an die lokalen Gegebenheiten angepasst, indem es z. B. dem Wunsch der Regierung nachkommt, traditionelle chinesische Werte in Computerspiele mit einzubeziehen.** Die meisten Avatare in Honor of Kings orientieren sich deshalb an der chinesischen Geschichte sowie der nationalen Mythologie (beispielsweise sind der Dichter Li Bai, die Vier Schönheiten oder auch Dschingis Khan spielbar).



Bildquelle: Tencent

HoK erwirtschaftet 2020 einen Umsatz von schätzungsweise 7,0 Mrd. USD und damit mehr als das „Original“ League of Legends im selben Zeitraum auf PCs (1,7 Mrd. USD).

Fazit

Der immer wieder erhobene Vorwurf Wang Zhidongs aus 2010, dass Tencent den dominanten Traffic von QQ (0,6 Mrd. MAU in H1/21) und WeChat (1,2 Mrd. MAU in H1/21) **ausnutzt, um Nutzern plagierte Softwareprodukte anzubieten, ist zunächst als korrekt einzuordnen.**

Der Traffic-Vorteil allein reicht jedoch *nicht* aus, um Nutzern ein minderwertiges Produkt unterzujubeln. Die *Umsetzung* muss zwingend überzeugen. Entsprechend überrascht es nicht, dass die **vergangene Dekade gesäumt ist von kopierten, schlecht umgesetzten Produkten, mit denen Tencent krachend scheiterte, während gut umgesetzte Kopien Erfolge feierten.**

Bereiche, in denen Tencent mit gut umgesetzten Kopien den Marktführer *erfolgreich* ablösen konnte sind:

- Instant Messaging
- Mobile Payment
- Mobile Games
- Mini Programs

Mindestens genauso häufig ist Tencent jedoch mit schlecht umgesetzten Produkten gescheitert. Selbst mit Hilfe horrender Marketingaufwendungen konnte Tencent in den folgenden Bereichen das Original *nicht* von seiner marktführenden Position verdrängen:

- E-Commerce (Tencent Paipai 支付)
- Microblogging (Tencent Weibo 微博)
- Short Form Video (Tencent Weishi 微视)
- Community Group Buying (Tencent Xiao'e Pinpin 小程序)

* * *

Der **international bekannteste Produkterfolg von Tencent ist die Instant Messaging-App WeChat.** WeChat beruht ursprünglich auf dem Konkurrenzprodukt Kik. Wie Zhang Xiaolong die Messaging-App zum Marktführer ausbauen konnte und im Zeitverlauf kreativ zur sogenannten „Super App“ erweiterte, erläutere ich ab der nächsten Seite im Kapitel: WECHAT-PRODUKTHISTORIE.

WECHAT-PRODUKTHISTORIE

2007 erscheint das iPhone in erster Generation, 2008 der AppStore und Google Play Store. Ab 2009 erscheint eine Fülle von Apps, die speziell für die Nutzung auf Smartphones mit Touchscreens entwickelt werden. Die neuen Möglichkeiten durch Multi-Touch – [Anfang 2007 eindrucksvoll präsentiert durch Jeff Han](#) – erfordern ein neues Design-Denken. 2009 werden vielerorts neue erfolgreiche Messaging-Dienste für Smartphones eingeführt, die das Versenden von kostenlosen Nachrichten via Internet anstelle von SMS ermöglichen. In China erscheint 2010 der Kik-Messenger und gewinnt innerhalb von nur zwei Wochen mehr als 1 Mio. Nutzer.



Sowohl Lei Jun (Xiaomi-Gründer) wie auch **Zhang Xiaolong (Foxmail-Gründer und seit 2005 bei Tencent verantwortlich für QQ Mail)** nehmen Kenntnis von der Popularität des Kik-Messengers. Ab diesem Zeitpunkt beginnt für die beiden ein Wettlauf gegen die Zeit. Obwohl bereits ein QQ-Team an einer Messaging-App für Smartphones arbeitet, bittet Zhang Ma in einer langen E-Mail darum, eine eigene Lösung mit Mitarbeitern am Standort Guangzhou entwickeln zu dürfen. Ma gibt noch in der gleichen Nacht grünes Licht für das Projekt in einer Antwort, die

lediglich aus vier chinesischen Schriftzeichen besteht: 马上就做 (Mach es sofort!).

*„When Kik came out, I realized there was an opportunity – this opportunity did not necessarily just stem from Kik as a product, but it came from me starting to use a smartphone, and from the lack of good communication tools in many PC products and messaging software. My thought was very simple at that time – I wanted to make a communication tool for myself and others to use. Coincidentally we had a team developing a mobile version of QQMail, so we assembled a team of ten to start work on WeChat. Including back-end developers, three mobile front-end developers, UI, myself, and a recent graduate on my team, ten people in total. In two months, we had created the first version. This is how WeChat got started, and this past year has been WeChat’s eighth year, a meaningful milestone. It marks the maturation of our product since its birth. At that time, we had one principle: if a new product can’t grow naturally, we shouldn’t market it. So in the first five months, we didn’t promote it ourselves; we were waiting to see if users would be attracted to WeChat, if they would promote it themselves. If users weren’t willing to do this, whatever marketing we did would be meaningless. I remember when WeChat version 2.0 was introduced, we saw user growth, not very rapid growth, but it was increasing naturally. At that moment, we knew we could start marketing it. We were grateful we had made a couple of good decisions. First, we didn’t import users and automatically add them as friends within WeChat, instead letting users choose who to invite or send a friend request to one-by-one. **Second, when the product wasn’t yet widely recognized, we let it grow naturally rather than market it. These two things were the right way to do it. Although it took more time, it meant that the product was healthy when it really started to grow.** I’d like to mention a statistic: in August this year, WeChat daily active users surpassed one billion. This is probably the first product in China to exceed one billion DAU. When it exceeded one billion DAU, our team didn’t celebrate. Everyone felt reaching one billion was just a matter of time. But when I saw the data, I was touched. I’m very happy that I can accompany a product for eight years. Moreover, I’ve always seen myself as a product manager, not a business manager. I believe this is necessary, because a good product requires a certain degree of ‘dictatorship’, otherwise it will embody all sorts of different, conflicting opinions and its personality will become fragmented.”*

- Zhang Xiaolong, 2019

Für Zhang Xiaolong kommt die neue Herausforderung an WeChat zu arbeiten 2010 zur rechten Zeit. In den Monaten zuvor fällt er bei den zweiwöchentlichen Vorstandstreffen in Shenzhen meist nur noch durch seine Fähigkeiten am Tischkicker auf und reist direkt nach den Treffen zurück nach Guangzhou.

Er gilt als einer der begnadetsten Produktiongenieure des Landes, doch ohne neue Aufgabe verschwendet er bei Tencent zusehends sein Talent. Nach acht Wochen Entwicklungszeit bringen Zhang und sein Team im Januar 2011 Weixin auf den Markt. Lei Jun kommt ihnen mit Mi Talk sogar noch zuvor (vier Wochen Entwicklungszeit). In den Folgemonaten liefern sich beide Apps ein Kopf-an-Kopf-Rennen. Mi Talk führt als erster von beiden Sprachnachrichten ein. Dieses Feature kopiert Lei Jun allerdings eigentlich von der App TalkBox. Tencent kopiert die neue Funktion wiederum von Mi Talk. Im Anschluss gewinnt Weixin rd. 50 Tsd. neue Nutzer pro Tag hinzu und kann sich final von Mi Talk durch die Einführung der Dating-Funktion People Nearby absetzen (siehe dritte Abbildung auf der nächsten Seite).

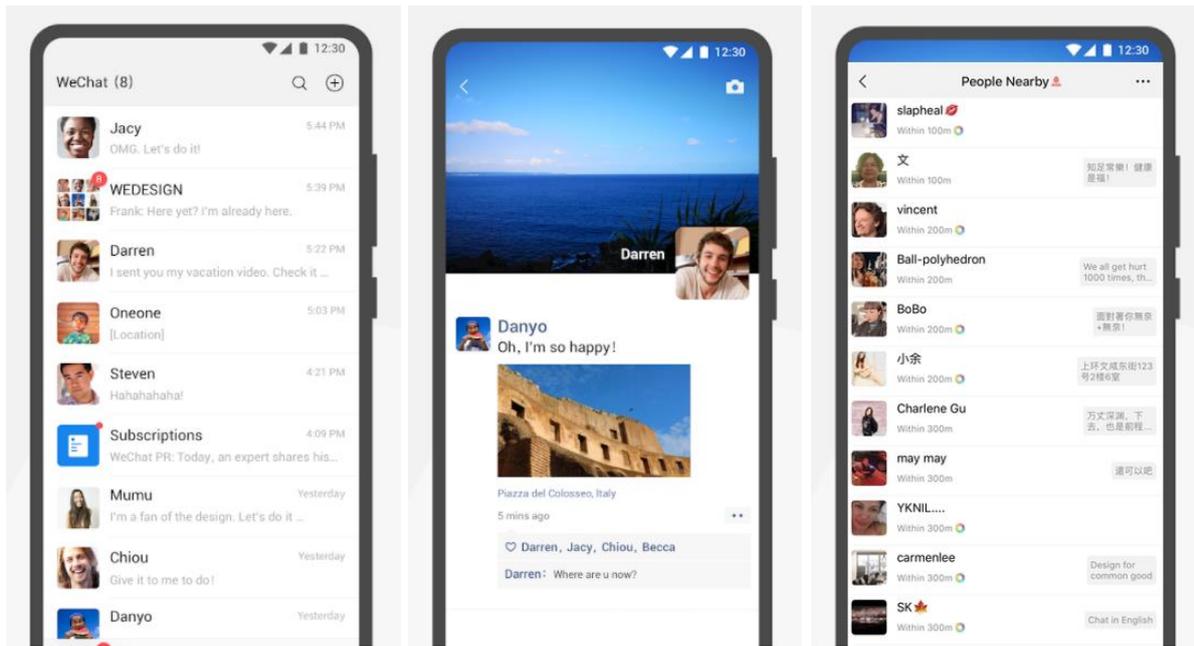
People Nearby ist meines Wissens *keine* Kopie eines direkten Wettbewerbers, sondern eine Eigenentwicklung. Mit Hilfe der Sprachnachrichten und Peoply Nearby gewinnt Weixin anschließend 100 Tsd. neue Nutzer pro Tag hinzu **und die QQ-Kontaktimportoption ab Version 2.1 bringt einen weiteren Wachstumsschub, sodass Weixin bis Ende 2011 50 Mio. MAU zählt.** People Nearby wird lange als Tinder-Substitut genutzt und erst später kommen direkte Tinder-Klone auf den chinesischen Markt (wie zum Beispiel [Tantan im Jahr 2014](#)).

2012 führt Weixin den Moments Feed ein (siehe zweite Abbildung auf der nächsten Seite), der eine Kopie des Facebook Newsfeeds ist.⁵ **Mitte 2012 überschreitet Weixin 100 Mio. Nutzer** und gilt ab diesem Zeitpunkt als die Social Media App mit dem schnellsten Nutzerwachstum der Geschichte:

- QQ benötigt für diesen Meilenstein 10 Jahre,
- Twitter 5 Jahre,
- Facebook und Snapchat 4 Jahre,
- Weixin dagegen lediglich 433 Tage

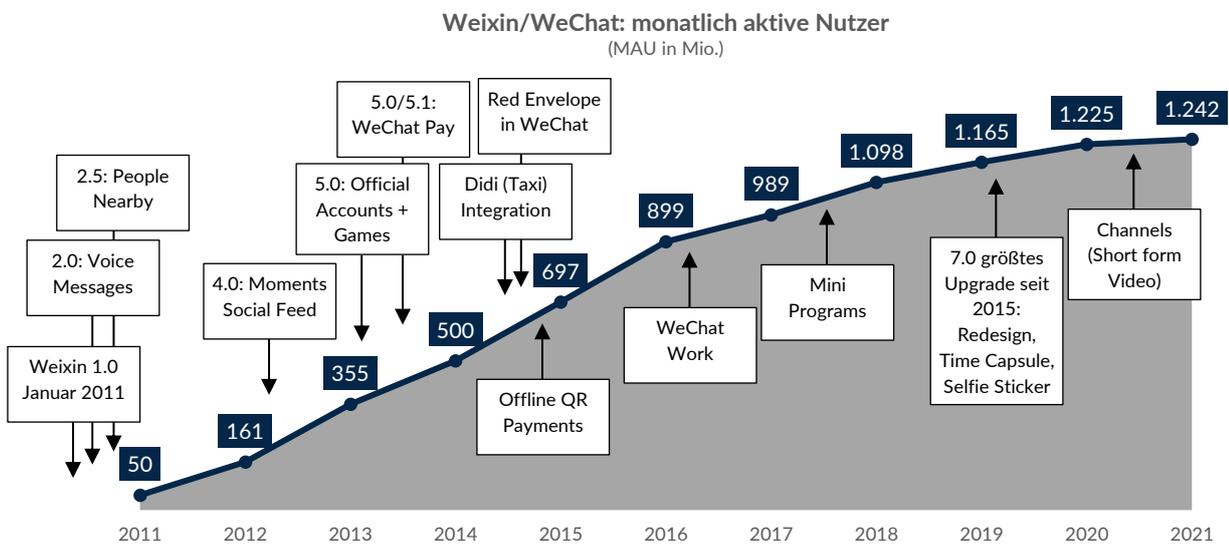
Ab diesem Zeitpunkt ist der Netzwerkeffekt so stark, dass neu in den Markt eintretende Konkurrenten (wie z. B. NetEase und China Telecom mit Yixin oder später Alibaba mit Laiwang) Weixin als Marktführer nicht mehr gefährlich werden können.

⁵ allerdings mit weniger öffentlich einsehbaren Inhalten und einem Fokus auf privatere Interaktionen. Zur Erinnerung: Facebook, Instagram, Twitter, Snapchat etc. sind in China blockiert



Bildquelle: Tencent

Die magische Marke von 1 Mrd. MAU überschreitet Weixin 2018 und zählt Stand heute 1,2 Mrd. MAU (davon ~1,0 Mrd. in China). Die App erreicht somit >70% aller Chinesen (1,4 Mrd. Gesamtbevölkerung).



Vom Instant Messaging zur Super App

Über die vergangene Dekade werden **immer mehr Funktionalitäten in Weixin integriert**, die über die Kernfunktion des Instant Messaging hinausgehen. Ich erachte insbesondere die folgenden vier als von großer Bedeutung:

- 2012 – Einführung von WeChat Moments
- 2013 – Einführung der Bezahlungsfunktion WeChat Pay
- 2013 – Einführung der eigenen Mobile Gaming-Plattform
- 2017 – Einführung von Mini Programs

2012 – Einführung von WeChat Moments

WeChat Moments ist ursprünglich eine Kopie des Facebook Newsfeeds. Moments wird über den Discover-Tab angewählt wie ebenfalls die Funktionen People Nearby, Search, Mini Programs und seit 2020 Video Channels (der voraussichtlich letzte forcierte Versuch, sich der wachsenden Bedeutung von Douyin (im engl.: TikTok) zu erwehren; siehe dazu im Detail das Kapitel: [BYTEDANCE: VON ERFOLG ZU ERFOLG](#)).

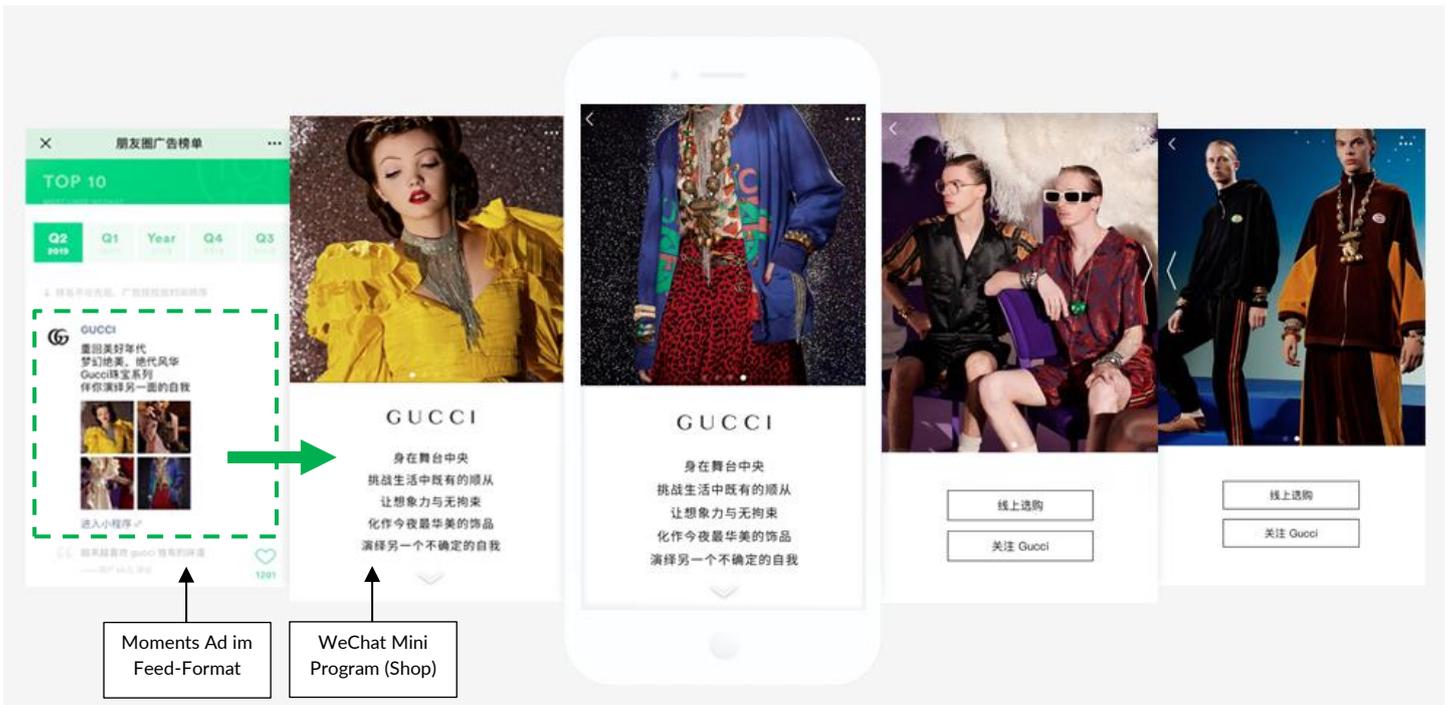
Moments zählt heute >750 Mio. DAU und im Durchschnitt öffnen Nutzer den Moments Feed >10 Mal am Tag (ergibt +10 Mrd. Visits/Tag). Die Aktivität der Nutzer gemessen in Form von Interaktionen (Posten von Fotos/Kommentaren) ist gegenüber der Frühphase gesunken, die Moments-Nutzungsdauer liegt jedoch seit Langem recht konstant bei Ø 30 Minuten am Tag.

*„Here’s an interesting phenomenon: video software now allows users to change the speed of the video, with many users choosing to watch the entire series at 2x speed. I guess this is a way for users to vote with their feet when they encounter TV series that drags on too long. Speaking of user visit duration, it reminds me around the year 2000, when the internet had just come around, there was a popular term called ‘attention economics’. Every website’s goal was to grab as much attention as possible. Hence, we saw articles being divided into many pages – you read a little and clicked to the next page. This let websites add an advertisement on each page and increase their page views. This still happens now. **There are also sites where users must click to expand the full text. This can get more clicks in the short term, but I don’t think this is a good product.** There’s another interesting example about user visit duration. From the day Moments was released until now, users’ friends have increased more and more. Logically, content on Moments continues to increase as well. However, everyone fails to realize that even as users’ friends and content increase, everyone is still spending the same amount of time on Moments, about 30 minutes. When you have fewer friends, you read slowly and with more focus. When you have more friends, you browse faster. Actually, users won’t divide their time based on the amount of content you have, but I believe this is reasonable. If we insist on extending their visit duration, we have many ways to do it. However, this would only frustrate users, because their social interaction efficiency would decrease. If we insist on increasing the 30 minutes to an hour, it will only mean that efficiency will go down [...] **WeChat will never make user in-app time our objective. Instead, we are more concerned with when our users communicate, post a picture, read an article, make a payment, or find a Mini Program, that they can do it as quickly and efficiently as possible – this is what makes the best tool.**“*

- Zhang Xiaolong, 2019

Innerhalb von Weixin Moments hat Zhang Xiaolong nur sehr langsam und wenige Werbeplätze freigegeben. Die Nutzer sehen in ihrem Feed bis heute nur einen Bruchteil des Ad Loads von westlichen sozialen Netzwerken wie Instagram oder Facebook, konkret sehen sie seit:

- 2015: 1 Werbeeinblendung am Tag
- 2018: 2 Werbeeinblendungen am Tag
- 2019: 3 Werbeeinblendungen am Tag
- 2020: 4 Werbeeinblendungen am Tag



Bildquelle: Catalyst Agents

Die Möglichkeiten für Werbetreibende wurden im Jahr 2018 spürbar erweitert und das Moments-Inventar kann zu branchenführenden CPMs vermarktet werden (siehe Tabelle). Moments-Werbung kann direkt mit dem Mini Program des Werbetreibenden verbunden werden und Transaktionen können friktionslos über WeChat Pay abgeschlossen werden. Das nahtlose Ineinandergreifen vom ersten Betrachten der Werbung im Moments Feed bis hin zum Checkout im Mini Program ermöglicht hohe Conversions.

CPMs für Weixin Moments/Douyin/Toutiao/Instagram liegen meines Wissens bei je etwa 15-25 USD/3-4 USD/1-2 USD/5-6 USD. Meiner Erfahrung nach liegt der Ad Load bei Instagram oder Facebook bei rd. 20 Anzeigen am Tag, sodass **Weixin Moments sein Inventar weiter ausbauen kann, sollte Tencent einmal auf zusätzliches Wachstum angewiesen sein.**

Werbepreise bei Tencent nach Region	Text und Banner CPM	Video CPM
<i>Weixin Moments (eigenes Inventar)</i>		
Peking, Shanghai	21 USD	25 USD
Guangzhou, Chengdu, Shenzhen, Hangzhou, Wuhan, Suzhou, Chongqing	14 USD	17 USD
Lower Tier	7 USD	9 USD

Der größte Teil von Tencents Onlinewerbegeschäft wird durch eigenes Inventar innerhalb von Weixin Moments oder Weixin Mini Programs generiert (Erklärung zu Letzteren im Abschnitt: [2017 – Einführung von Mini Programs](#)).

Viele Mini Programs sind Onlineshops oder Mini Games, die im Gegensatz zu Native Apps keinen vorigen Download oder eine Installation erfordern. Entwickler können innerhalb ihrer Mini Programs Werbung zulassen. Die Werbeumsätze aus diesen Anzeigen teilen sich Tencent und der Entwickler [meist im Verhältnis 50:50](#). In einem Mini Game kann ebenfalls Werbung geschaltet werden (z. B. eine Videoeinblendung vor Beginn des nächsten Levels).

Der kleinere, dafür aber schneller wachsende Teil von Tencents Onlinewerbegeschäft ist die Tencent Ad Exchange (fremdes Inventar). Die CPMs für fremdes Inventar liegen bei 2-5 USD und sind damit im Preisbereich von Toutiao und Douyin angesiedelt. Ein Großteil des fremden Inventars, für das Tencent Anzeigen vermittelt, sind Native Apps oder Full Size Native Games von Drittentwicklern.

*“With regard to the advertising question and the competitive landscape then, I think our view is that we've always been highly competitive within the China online advertising industry by virtue of our traffic, by virtue of the premium nature of some of our content. What's changed in the last year or so is really that we have enhanced our technology, and I think one of the best proof points for that is the very rapid growth, the more than doubling in revenue year-on-year in our ad network business. **Because as you know, the ad network business, it's other people's inventory. It's not directly tied to whether Weixin has a white collar user base or whether we're running 3 or 4 ads per day in Weixin. It's tied to how competitive on a real-time basis our ads serving, our ad targeting is versus the other companies providing our ad networks in the market.** And so the fact that our ad network business was actually the biggest contributor to our ad revenue growth in recent months, I think, speaks to the fact that it speaks to the reality that our ad tech capabilities are now more competitive than they've ever been.”*

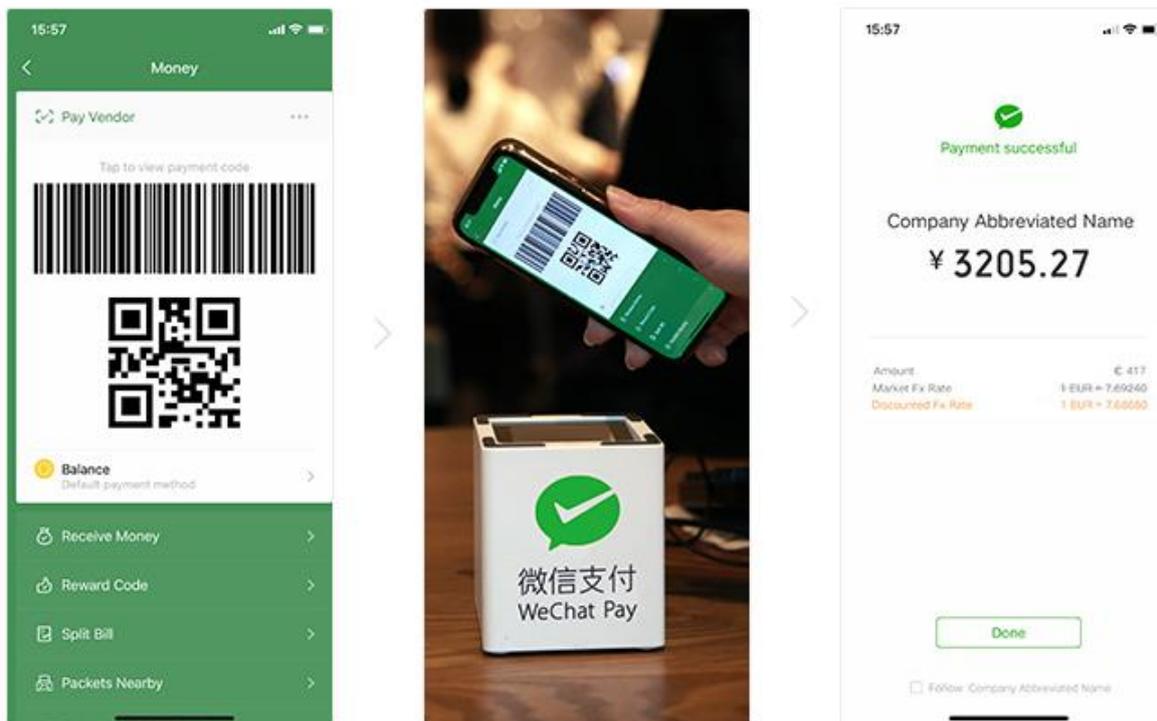
- James Mitchell, CSO, Q1/2020 Earnings Call

2013 – Einführung der Bezahlungsfunktion WeChat Pay

2013 wird WeChat Pay innerhalb von WeChat eingeführt und kopiert initial die Funktionalität von Alipay. WeChat Pay wird über den Me-Tab angewählt wie ebenfalls die Funktionen My Posts, Sticker Gallery oder Settings. WeChat Pay zählt **über 900 Mio. MAU gegenüber der #2 Alipay mit ~800 Mio. MAU**.

Jeden Tag werden über WeChat Pay >1 Mrd. kommerzielle Transaktionen abgewickelt. Im Hinblick auf die Transaktionsanzahl und MAU liegt WeChat Pay deutlich vor Alipay. Alipay erreicht jedoch einen höheren Transaktionswert, da die Lösung in Alibabas E-Commerce-Plattformen integriert ist, wo WeChat Pay blockiert ist. Im stationären Handel bei alltäglichen Kaufentscheidungen spielt WeChat Pay jedoch die größere Rolle und ist ebenfalls in vielen Native Apps die beliebteste Checkout-Option. Transaktionen im stationären Handel finden überwiegend durch Scannen von QR-Codes statt (pull-Zahlungen siehe Abbildung).

User payment flows



01. User opens WeChat and displays their Quick Pay code.

02. Merchant scans Quick Pay code.

03. Payment is completed and confirmation sent to the merchant and user.

Bildquelle: Tencent

Ende 2013 liegt WeChat Pay noch deutlich hinter Alipay (4% vs. 79% Marktanteil). Das Management implementiert diverse Anreize, um die Penetration zu erhöhen. So werden vermittelte Taxifahrten durch Didi Chuxing mit 1-2 USD pro Fahrt bezuschusst, sofern Kunden mit WeChat Pay bezahlen. Wer sich in der Frühphase für den Dienst registriert und sein Bankkonto verknüpft, erhält außerdem Privilegien innerhalb von Weixin wie mehrere Gruppenchats mit über 100 Mitgliedern administrieren zu dürfen u. ä.

Alipays „Pearl Harbor-Moment“

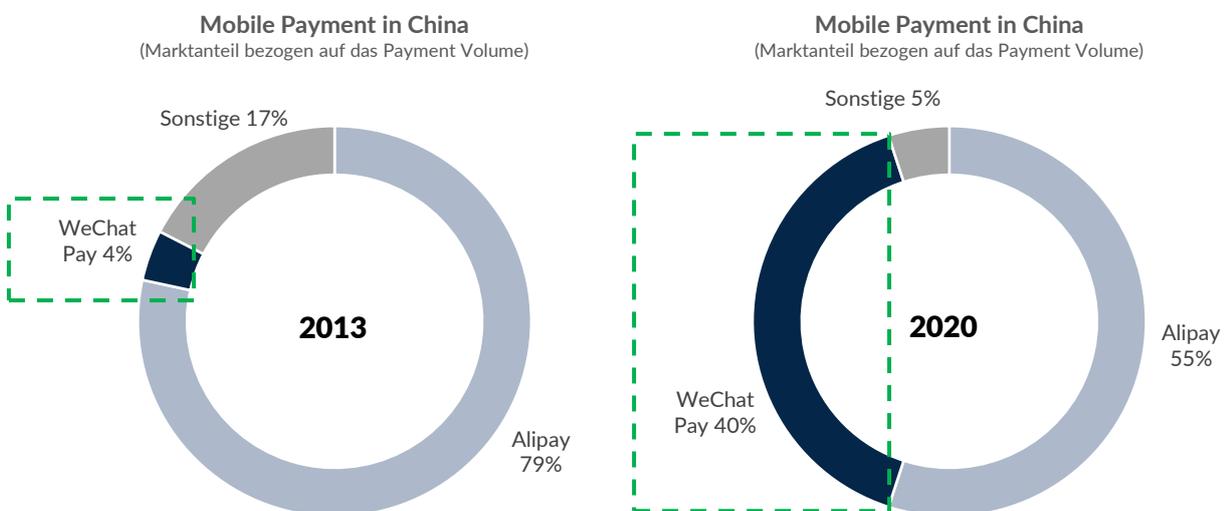
Den Durchbruch erreicht WeChat Pay aber erst im Jahr 2014, als die Nutzerzahlen innerhalb eines Monats sprunghaft von 30 auf 100 Mio. steigen. Ausschlaggebend für diesen Sprung ist die von Alipay kopierte Hongbao-Funktion (im engl.: Red Envelopes), die Tencent um die Möglichkeiten seiner sozialen Netzwerke erweitert. Hongbao sind Geldgeschenke in roten Briefumschlägen, die zu Festanlässen wie dem chinesischen Neujahrsfest oder zu Hochzeiten überreicht werden. Bei Alipay können diese Geldgeschenke bereits seit längerem digital übergeben werden, die Funktion fristet hier allerdings ein Schattendasein.

Ganz anders bei WeChat Pay, wo die Einführung zu einem Überraschungserfolg wird. **WeChat Pay kombiniert die Hongbao-Tradition mit zahlreichen Gamifizierungs- und Zufallselementen.** So können Rote Umschläge in Weixin-Gruppenchats geteilt werden und nur die ersten darauf klickenden Gruppenmitglieder erhalten größere Geldgeschenke oder komplett zufällige Beträge.

„Say you have a chat group with five pals. You can put \$5 in a red envelope and set it to disburse equally, so each friend gets \$1. Alternatively, you could stipulate that the first two people to tap will get all the money in equal portions—\$2.50 each—or that the first two people get a random cut, maybe \$1 for one person and \$4 for the other. The result is that any time a red envelope appears, people scramble to tap on it as fast as possible. (The packets expire in a day, adding to the time pressure.) Only afterwards do they see how much money they’ve won, giving it an addictive element of surprise. So addictive, in fact, that third-party apps now exist that let users grab red envelopes without unlocking their phones.“

- Eveline Chao, Fast Company, 2017

Alibaba-Gründer Jack Ma bezeichnet diese kreative Umsetzung seitens WeChat Pay als **„Pearl Harbor-Moment“ für Alipay**. Im Jahr 2017 werden 46,6 Mrd. rote Umschläge über Weixin verschickt gegenüber 0,2 Mrd. im Jahr 2014 (Faktor 200x). Seither gewinnt WeChat Pay beständig Marktanteile von Alipay und erreicht heute bezogen auf das Zahlungsvolumen einen Marktanteil von 40% gegenüber Alipay mit 55% (siehe Diagramme unten).



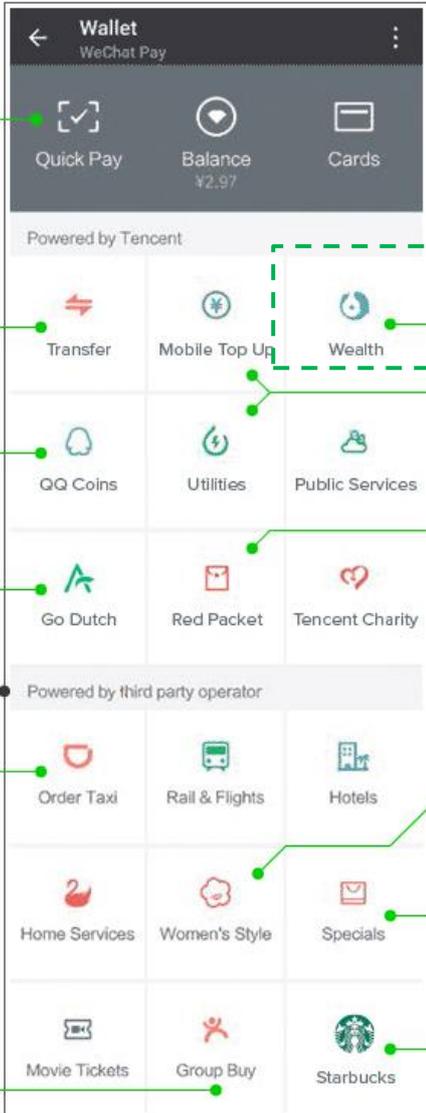
Datenquelle: iResearch

Der „Pearl Harbor-Moment“ aus dem Jahr 2014 markiert ferner das Ende einer kooperativen Grundhaltung zwischen Alibaba und Tencent, [sodass die eigenen Plattformen seitdem für den jeweils anderen geschlossen sind.](#)

Unprofitables Payment-Geschäft als trojanisches Pferd

Im Offline-Handel verzichtet WeChat Pay bis heute regelmäßig auf die Erhebung der vollen **Merchantgebühr von 60 bps** und bietet den Endkunden auf der anderen Seite Rabatte und Coupons an. Aus diesem Grund ist das Offline-Bezahlgeschäft stand-alone nicht profitabel. Alipay und WeChat Pay subventionieren diesen Bereich, um Cross-Selling von 1.) Anlageprodukten, 2.) Konsumentenkrediten und 3.) Versicherungen zu betreiben. Der Zugang zu Anlageprodukten in WeChat Pay ist unten unter „Wealth“ zu sehen. Die Subventionierung des Offline Payment-Geschäfts soll gleichzeitig das Duopol der beiden Marktführer zementieren und neu in den Markt kommende Unternehmen wie Douyin Pay abschrecken.

A BRIEF OVERVIEW OF  **WeChat Pay**



Quick Pay
When users make a purchase in an offline store, they can provide a payment code (bar code / QR code) for vendors to scan.

Balance
¥2.97

Cards

Powered by Tencent

- Transfer**
A convenient way to send money to your contacts.
- Mobile Top Up**
An easy way to pay your utility and phone bills.
- Wealth**
Access to WeChat's wealth management products.
- QQ Coins**
QQ Coins are Tencent's digital currency. They're used in games and to pay for things in the Tencent universe.
- Utilities**
- Public Services**
- Go Dutch**
A convenient way for a group of people to split the bill.
- Red Packet**
During Lunar New Year in 2017, WeChat users sent over 14 billion digital red packets!
- Tencent Charity**

Powered by third party operator

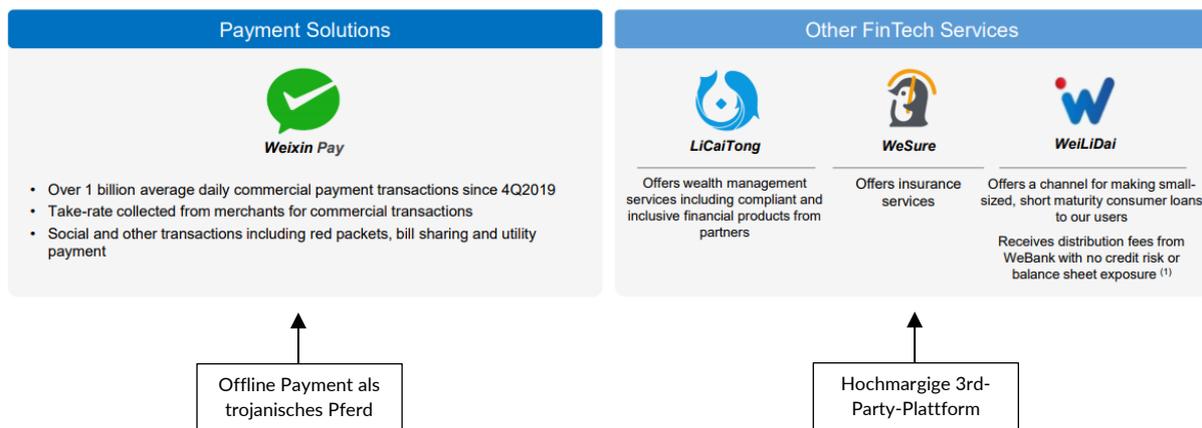
- 滴滴 (Didi Chuxing)**
Nearly 450 million people use Didi Chuxing, China's largest ride sharing company. This area provides in-app access.
- Order Taxi**
- Rail & Flights**
- Hotels**
- Home Services**
- Women's Style**
- Specials**
Access to deals via e-commerce company, JingDong. JD is the world's third-largest internet company by revenue.
- 大众点评 (Dazhong Dianping)**
Dazhong Dianping is a group buying brand that is similar to Groupon.
- Movie Tickets**
- Group Buy**
- Starbucks**
A few Western brands can now be integrated into WeChat wallet.
- 美丽说 (MeiLiShuo)**
Access to MeiLiShuo, a Pinterest-like website that enables women to find personalized clothing and skin care products.
- 京东 (JD.COM)**

Bildquelle: Visual Capitalist, Backlink: <https://www.visualcapitalist.com/china-digital-wallets-payments/>

Sowohl Tencent als auch Alipay sind beim Cross-Selling von Finanzprodukten Dritter als sehr erfolgreich zu bezeichnen.⁶ Auffällig ist jedoch, dass Alipay beim Betrieb seiner FinTech-Plattform deutlich aggressiver in regulatorische Grauzonen vorstößt als WeChat Pay. [Bei Alipay summieren sich die vermittelten Kredite auf >230 Mrd. USD](#) und übersteigen damit vergleichbare Portfolios der staatlichen Großbanken, während das Kreditvolumen bei WeChat Pay nur +20 Mrd. USD beträgt. Auch die Anlagesumme in Alipays Geldmarktfonds Yu'e Bao – [der mit über 200 Mrd. USD zwischenzeitlich der größte der Welt war](#) – übersteigt die Größe von WeChat Pays Geldmarktfonds deutlich.

Dem IPO-Prospekt von Ant Financial ist zu entnehmen, dass die Fintech-Plattform und die daraus vereinnahmten Gebühren Ende 2019 57% des Gesamtumsatzes von >17 Mrd. USD ausmachen gegenüber 43% für das klassische Payment-Geschäft (i. e. das trojanische Pferd).

Tencent selbst schlüsselt die Umsatzbeiträge der „Other FinTech Services“ gegenüber dem Payment-Geschäft nicht auf. Die „Other FinTech Services“ umfassen bei WeChat Pay LiCaiTong (Anlageplattform mit >100 Mrd. USD AuM), WeSure (Versicherungsplattform mit >100 Mio. registrierten Kunden, von denen +40 Mio. aktive Policen haben) und WeiLiDai (Kreditvergabeplattform mit durchschnittlicher Ticket Size von 1.000 USD und >20 Mrd. USD Gesamtkreditportfolio gegenüber >230 Mrd. USD bei Alipay, siehe nachfolgende Abbildung).



*“So in terms of the FinTech, I think there are a number of different business components in there. The first one is actually the payment platform. And even within the payment platform, there is a component which is online. There's a component which is offline. **And I talked about the offline part being relatively an infrastructure type of business, right? It doesn't really sort of generate a lot of - it's not run to generate profit per se because we have very thin margin there to start out with, the monetization scheme. And at the same time, we're actually sort of putting a lot of marketing and promotional costs. But that helps us to build a user case and to get a lot of users, and that would help us to monetize the online traffic. And it also sustains a very strong wallet presence, right, so that it helps us to build our other FinTech businesses in which you talk about, which is wealth management and lending.***

⁶ Alipay bezeichnet diese Aktivitäten als „FinTech-Plattform“, Tencent als „Other FinTech Services“

And within wealth management and lending, right, I think the way that we think about these businesses are not that, oh, we want to grab market share, we want to build the scale. This is not the way we think about it. The way we think about it is actually, we want to built the best-in-class in terms of product capability, in terms of consumer value, in terms of risk management. And for example, in wealth management, right, it's very easy to say, oh, I just want to build scale, and, as a result, I want to sell as many wealth management products as possible. And believe it or not, right, usually, the wealth management product that sells the best is actually the most toxic. And if you go down that track, then we will not be fulfilling our promise to our users, right? So that's why I think the way we think about wealth management is like how do we create a system in which we have a lot of user education, we have the best product to our best knowledge, a product selection process. And we don't offer all the products. We only offer the products that we felt are high quality, and then we provide a lot of risk explanation to the users. And as a result, hopefully, over time, right, the users are not going to be all users in the world, but the users who are willing to learn, the users who want to understand the risk that they're buying and eventually they can grow with the platform. These are the people that we want to serve. And ultimately, it's a great wealth management platform.

Likewise on lending, you can actually sort of always lend a lot of money outside, right? But then, whether you can collect is a very big question mark, right? And you can also say, oh, we just want to charge more interest so that we can cover on the cost. That's not the way we think about it. We actually want to be exposed to high-quality risks and the credit, high-quality credit. And as a result, we may not be expanding as much in scale, but we definitely sort of have got the best credit in the market. And I think as we see in COVID-19, right, we - it's actually stress-testing our FinTech services, and I think we have passed the stress tests. And that's how we think about these businesses.”

- Martin Lau, President, Q1/20 Earnings Call

2013 – Einführung der eigenen Mobile Gaming-Plattform

2013 wird die Mobile Gaming-Plattform eingeführt und ermöglicht es zunächst nur, [Ranglisten und Spielstände zu teilen](#) sowie Freunde aus QQ oder Weixin zu einem Spiel einzuladen. Im Zeitverlauf steigt jedoch die Komplexität von Tencents Gaming-Produkten erheblich an und die Ambitionen steigen.

Betrachtet man die Entwicklung der Videospieleindustrie zwischen 2013 und 2020, so ist China wesentlich durch das Zutun von Tencent zum weltgrößten Softwaremarkt avanciert gefolgt von den USA. 70% der Umsätze in China werden mit Mobile Games erwirtschaftet ggü. 50% weltweit.

Größte Gaming-Märkte 2020	Softwareumsatz (in Mrd. USD)	Bevölkerung (in Mio.)	Internetnutzer (in Mio.)	Penetration
China	44,3	1.439	946	66%
USA	42,1	331	284	86%
Japan	20,6	127	115	91%
Südkorea	7,3	51	49	95%
Deutschland	6,1	84	76	90%

Datenquelle: newzoo

Seit 2013 hat Tencent im Heimatmarkt die Position des Marktführers inne und erzielt im Bereich Mobile einen Marktanteil von 50% vor NetEase mit >15%. Auch weltweit ist Tencent heute gemessen am Umsatz das größte Gaming-Unternehmen (siehe Abbildung).

#1 Global game operator by revenue across PC and mobile ⁽¹⁾

Sizeable Developer	Preferred Publisher	Deep Portfolio of Massively Popular Titles across Genres	
Owned Studios 		Battle Arena Honour of Kings #1 China mobile game by DAU ⁽²⁾ League of Legends #2 global grossing PC game ⁽⁴⁾ Brawl Stars Top 10 mobile games globally by DAU ⁽⁵⁾	
Invested External Studios 		Action Peacekeeper Elite #2 China mobile game by DAU ⁽²⁾ PUBG Mobile #1 international mobile game by MAU ⁽³⁾ Call of Duty Mobile Highest DAU game launched in China in 2020 ⁽¹⁾ VALORANT Most successful new PC game internationally in 2020 ⁽¹⁾	
Partnership with External Studios 		Role-Playing Moonlight Blade Mobile Best performing new mobile MMORPG in China in 2020 ⁽¹⁾	Combat Strategy Clash of Clans Top 10 mobile games globally by DAU ⁽⁵⁾

Bildquelle: Tencent

Tencents Gaming-Umsätze betragen 2020 22,6 Mrd. USD (32% vom Konzernumsatz). Addiert man zusätzlich noch die Umsätze aus Mini Games hinzu, ergeben sich Segmentumsätze von 27,7 Mrd. USD (40% vom Konzernumsatz). Wichtige Umsatzbringer innerhalb des Spieleportfolios, sind m. E. insbesondere die folgenden Titel (eigene Schätzungen):

Wichtige Säulen des Gaming-Segments	Developer (Tencent Anteil)	Plattform	Umsatz (gross) (est. in Mio. USD)	Nutzer
Honor of Kings	TiMi Studios (100%)	Mobile	>7.000	+100 Mio. DAU
Fortnite	Epic Games (40%, nicht konsolidiert)	Cross- Plattform	>3.000	65 Mio. MAU
PUBG Mobile	Lightspeed & Quantum (100%)	Mobile	2.700	+100 Mio. MAU
League of Legends	Riot Games (100%)	PC	1.750	115 Mio. MAU
Supercell-Titel wie Clash of Clans, Brawl Stars, Clash Royale	Supercell (70%)	Mobile	1.500	-
CrossFire	Smilegate (0%, nur Publisher)	PC	1.000	240 Mio. MAU

Das MOBA Honor of Kings ist das **mit Abstand wichtigste Spiel mit schätzungsweise >7 Mrd. USD Umsatz (>25% vom Segmentumsatz)**. Mehr als 10% der chinesischen Internetnutzer spielen HoK *täglich*. 70% der DAU können in zahlende Spieler konvertiert werden. Im Mittel geben sie 100 USD/Jahr für HoK aus, um Wunsch-Charaktere oder Skins freizuschalten. Während HoK das MOBA-Genre auf Smartphones dominiert, gilt selbiges für League of Legends auf dem PC. Die Begeisterung für LoL, die Anfänge des Spiels und die Produktphilosophie von Riot Games werden in dieser [Netflix-Dokumentation](#) gut beleuchtet. Nachdem Riot Games 2015 den Wunsch von Tencent ablehnt, eine Mobilversion von League of Legends zu entwickeln – und damit Honor of Kings von TiMi den Weg ebnet – beginnt Riot ab 2016 doch mit der Entwicklung einer Mobilversion (League of Legends: Wild Rift), die Ende 2020 veröffentlicht wird und im Februar 2021 die Freigabe für den chinesischen Markt erhält.

Weitere Eckpfeiler von Tencents Gaming-Plattform sind das beliebte Battle Royale-Spiel PUBG Mobile sowie der FPS CrossFire für PCs, der mit 240 Mio. MAU weltweit die meisten aktiven Spieler pro Monat vorweist. **CrossFire spielt mit dieser Nutzerzahl in einer Liga mit HoK (+200 Mio. MAU, +100 Mio. DAU) und liegt sogar vor Roblox (150 Mio. MAU), Minecraft (130 Mio. MAU) oder Fortnite (mit „nur“ 65 Mio. MAU, diese dafür aber mit deutlich längerer Spielzeit).**

Industrie im Wandel: von „hit-or-miss“ zu dauerhaften AAA-Franchises

Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der Videospelindustrie haben sich seit 2013 für Tencent kontinuierlich verbessert. Die Industrie war einst extrem „hit-or-miss“ getrieben, Margen niedrig, Ergebnisse volatil und die Anzahl jährlich neu erscheinender Wagnisse mit neuem IP hoch (EA veröffentlichte z. B. vor ~10 Jahren noch 60 neue Titel pro Jahr ggü. lediglich 10-15 Titel heute). Alle heutigen AAA-Videospiele haben zusätzlich zum Single-Player-Modus einen Multiplayer- und Online-Modus. Mit gesteigerter Internetpenetration und der Möglichkeit, Spiele [plattformübergreifend zu spielen](#) (z. B. Spieler 1: iPad, Spieler 2: Xbox, Spieler 3: PC), haben sich wenige AAA-Franchises herauskristallisiert, die entweder *jedes* Jahr in ihrem Genre verlässlich die meisten Einheiten absetzen (z. B. Call of Duty oder NBA2K) oder die meiste Spielzeit auf sich vereinigen (z. B. Fortnite oder League of Legends).

In kompetitiven Spielen wie League of Legends, CS:GO, FIFA oder Fortnite bauen sich Spieler über Hunderte von Stunden hinweg ein Skillset und einen gemeinsamen Freundeskreis auf. Beide Faktoren lassen sich nicht ohne Weiteres auf ein neues Spiel übertragen. **Videospiele zeigen aus diesem Grund mittlerweile häufig Merkmale sozialer Netzwerke** und haben für Jugendliche Hangout-Charakter („[Fortnite isn't a game, it's a place](#)“).

Die Branche hat auch deswegen mehr Anhänger gewonnen, da die Hardwarebarriere mit der Verbreitung von Smartphones gesunken ist. Heute spielen – zumindest gelegentlich – 2,7 Mrd. Menschen Videospiele gegenüber 2,0 Mrd. im Jahr 2015 und die meisten von ihnen auf einem Smartphone. Die Produktqualität konnte indes *massiv* verbessert werden (siehe zum Beispiel unten die In-Game-Visualisierung von Lara Croft in Tomb Raider). Als Türöffner weiterer Qualitätssprünge deuten sich AR und VR an.



Meiner Erwartung nach wird die Anzahl der weltweiten (Gelegenheits-)Spieler langfristig um min. 1 Mrd. steigen und läge damit immer noch weit unter der weltweiten Audio- oder Video-Penetration. Tencent und der gesamten Branche bieten sich attraktive Möglichkeiten für eine intensivere Monetarisierung, da sich 1.) die Qualität virtueller Güter verbessert und 2.) Premiummarken ihr IP mittlerweile für Werbung in Videospielen freigeben (anders als früher).

Durch dieses Zusammenwirken können höhere Preispunkte für virtuelle Güter erzielt werden wie zum Beispiel für das Tesla Model X in PUBG Mobile oder das Marshmello-Skinset in Fortnite (Preispunkt um 10 Euro). Das Marshmello-Skinset wurde nach dessen In-Game-Konzert verfügbar, das ebenso wie das [Event von Travis Scott](#) >10 Mio. Fortnite-Spieler live im Spiel und >150 Mio. Menschen auf YouTube gesehen haben).



Bildquelle: Tencent, Epic Games

Demokratisierung von Design Tools: vom passiven Spieler zum Mitentwickler

Damit Spieler künftig noch tiefer mit virtuellen Welten interagieren, haben Spielentwickler jüngst vermehrt das kreative Potenzial ihrer Communities erkannt und Möglichkeiten für diese geschaffen, selbst zum Spieldesign beizutragen (und damit Geld zu verdienen).

Im Q1/21 ging Roblox mit einem solchen Modell an die Börse und weist aktuell eine Marktkapitalisierung von 50 Mrd. USD auf. In [Roblox Studio](#) kann jeder Spieler eigene Minispiele entwickeln und kostenpflichtig vermarkten. Bis zu 70% der Umsätze gehen dabei an Roblox und 30% an den Entwickler. Roblox-Entwickler können [Individualpersonen](#) sein, aber auch Teams von bis zu 10 Mitarbeitern. Die Möglichkeiten reichen von banalen, comicartigen Spielen bis hin zur Erstellung komplexer Objekte und Welten.

Fortnite hat seine Entwicklungstools ebenfalls für seine Community geöffnet und die kreativen Leistungen der Spieler sind teilweise beeindruckend (wie zum Beispiel der Nachbau des [größten Sportstadions Irlands in Fortnite Creative Mode](#)). Die Demokratisierung von Design-Tools und Game Engines hat bereits Milliarden-Erfolge hervorgebracht, wie Counter Strike als ursprünglicher Half-Life-Mod oder DotA/Tower Defense als Fanprojekte von Warcraft III.

Die [steigenden Fähigkeiten der Design-Tools und Game Engines](#) von Unity oder Epic⁷ erschließen neue Anwendungsfelder und kommen nicht nur in Videospiele, sondern mittlerweile auch in Architekturbüros oder Hollywood zum Einsatz (siehe z. B. die [virtuelle Produktion von Star Wars The Mandalorian](#)). Auf einer gemeinsamen Softwarebasis könnten sich virtuelle Objekte künftig leichter zwischen Film und Videospiele bewegen lassen. Einige Marktbeobachter gehen in Anbetracht dieser Entwicklung davon aus, dass sich die [Industrie schrittweise dem von Neal Stephenson geprägten Konzept des Metaversums annähert, in dem sich Spielwelten, E-Commerce und soziale sowie berufliche Interaktionen in virtuellen Welten verbinden](#) (siehe nachfolgende Zitate von Tim Sweeney und Satya Nadella).

„Just as every company a few decades ago created a webpage, and then at some point every company created a Facebook page, I think we’re approaching the point where every company will have a real-time live 3D presence, through partnerships with game companies or through games like ‘Fortnite’ and ‘Minecraft’ and ‘Roblox. That’s starting to happen now. It’s going to be a much bigger thing than these previous generational shifts. Not only will it be a boon for game developers, but it will be the beginning of tearing down the barriers not just between platforms but between games.“

- Tim Sweeney, Gründer und CEO von Epic Games

“As the virtual and physical worlds converge, the metaverse comprised of digital twins, simulated environments and mixed reality is emerging as a first-class platform. We are leading and seeing traction across public and private sector [...] As games evolve into metaverse economies, we are building new tools to help anyone sell creations on our platform. Minecraft is nearly 140 million monthly active users, up 30% year-over-year, making it one of the leading platforms in the creator economy. Creators have generated over \$350 million from more than 1 billion downloads of mods, add-ons and other experiences in Minecraft.“

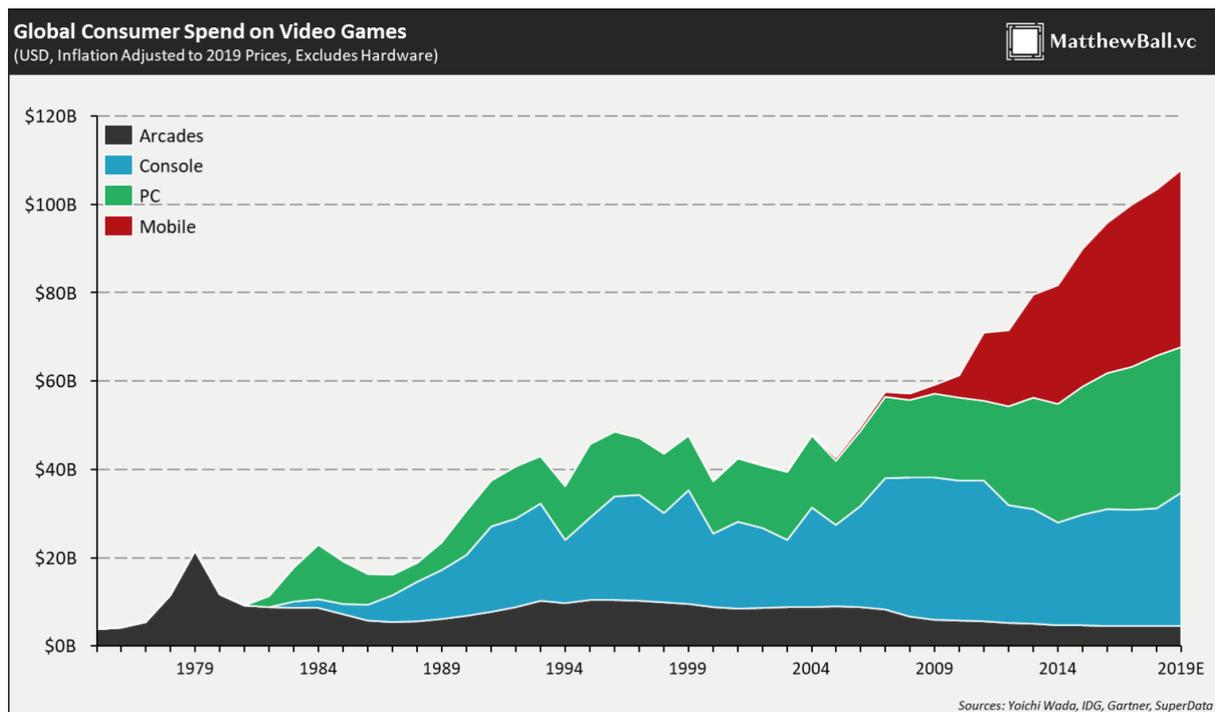
⁷ Tencent hält seit 2012 40% an Epic Games zu einer damaligen Bewertung von 1 Mrd. USD gegenüber 17 Mrd. USD in der letzten Finanzierungsrunde

- Satya Nadella, CEO Microsoft, Q3/21 Conference Call

Ich persönlich bin kein großer Anhänger solcher Buzzword-Themen, da – falls sich virtuelle Welten tatsächlich enger verbinden – m. E. noch völlig offen ist, wer künftig am meisten davon profitieren wird. Third-Party Game Engines wie Unity oder Unreal kämen als Infrastrukturkomponenten in Frage, ihre Verbreitung ist bislang jedoch zu gering. Bei allen großen Publishern existieren alternative in-house-Lösungen wie IW für Call of Duty (Activision) oder Frostbite für Battlefield (EA).⁸

Tencent hält mit Epic (40% Anteil), AAA-Franchises mit >100 Mio. MAU und einem neuen TiMi-Großprojekt im Geiste der virtuellen Welten aus Steven Spielbergs Film [Ready Player One](#) mehrere Karten in der Hand, um an einem möglichen Metaversum zu partizipieren. Gleichzeitig formiert sich jedoch eine Vielzahl potenter Wettbewerber und schließt Lücken in der eigenen Wertschöpfungskette (siehe z. B. Amazon mit Lumberyard (Game Engine), Amazon Game Studios (Developer) und AWS (Hosting)).

Es empfiehlt sich m. E. nicht, Investment-Cases in der Gaming-Industrie allein auf der Eventualität einer neuen Plattform aufzubauen, die das Potenzial hat, den Gesamtmarkt abermals zu vergrößern (im Sinne von **PC + Konsole + Mobile + X?**; siehe Abbildung).



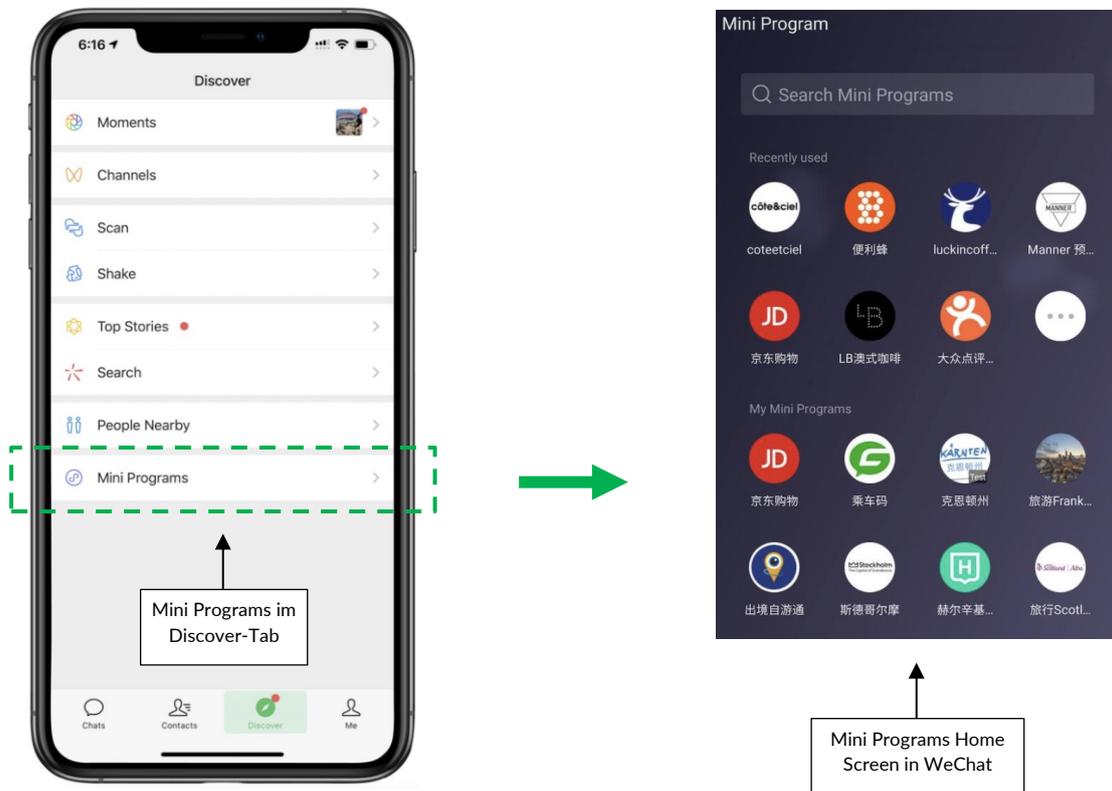
Bildquelle: Matthew Ball, Backlink: <https://www.matthewball.vc/all/audiotech>

In einem konservativeren Ansatz können Variablen mit weniger Schwankungsbreite bemüht werden. Dazu gehören m. E. 1.) eine wachsende Anzahl an Gamern (+5% p. a.) aufgrund steigender Internetpenetration (derzeit ~60% weltweit), 2.) eine bessere Monetarisierung durch attraktivere virtuelle Güter sowie 3.) eine steigende Erlebnisqualität durch eine sich beschleunigende Demokratisierung der Spieleentwicklung.

⁸ führt zu einer Fragmentierung der Softwarelandschaft, wenngleich die Game Engine-Kosten steigen

2017 - Einführung von Mini Programs

Mini Programs werden 2017 eingeführt und machen Weixin von einer All-in-One-App zur sogenannten Super-App. Sie schmälern außerdem die Bedeutung von Apples App Store sowie den diversen Android Stores in China. Mini Programs werden über den Discover-Tab angewählt wie ebenfalls Moments, People Nearby oder seit 2020 Channels.



Mini Programs innerhalb von WeChat müssen *nicht* vor ihrer erstmaligen Benutzung heruntergeladen oder installiert werden. Sie erfordern *keine* Registrierung vor der erstmaligen Benutzung und auch keine Eingabe von Bezahl-, Rechnungs- oder Adressinformationen. Diese Informationen sind durch die Verknüpfung mit dem Weixin User Account bereits abrufbar.⁹

Mini Programs fungieren als **abgespeckte Mikro-Apps, die allesamt innerhalb von Weixin genutzt werden können, ohne die App jemals verlassen zu müssen (sie funktionieren also nach dem Prinzip: „App-innerhalb-einer-App“).**

Damit Mini Programs ohne Vorinstallation direkt in Weixin gestartet werden können, müssen Entwickler eine Maximalgröße von 10 MB einhalten (zur Orientierung: die Installationsdateien für die Native Apps auf iOS von Zalando/Netflix/Amazon/Instagram sind je 153/82/129/175MB groß). Wie man auf den Screenshots oben erkennen kann, ist Weixin durch die Einführung von Mini Programs zu einem de facto mobilen Betriebssystem avanciert. Ihre Einführung war zunächst jedoch kein Erfolg, da keine Nutzer von Mini Programs vorhanden waren, ergo auch keine Entwickler (i. e. keine Netzwerkeffekte).

⁹ Weixin ist in China nur mit echter Identität und Klarnamen registrierbar, anders als beispielsweise Facebook oder Instagram in den USA

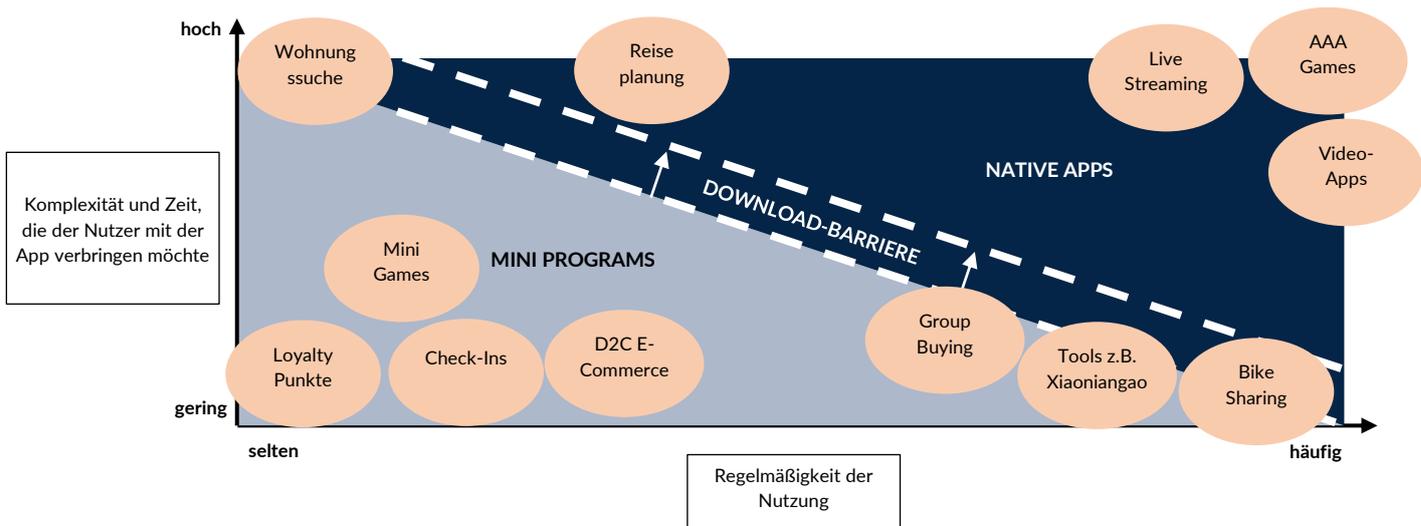
Innerhalb von drei Jahren sind sowohl Angebot wie auch Nachfrage jedoch kaum wiederzuerkennen. **400 Mio. Menschen nutzen heute Mini Programs täglich und seit 2020 gibt es über 3 Mio. Mini Programs gegenüber 2 Mio. Native Apps in Apples App Store.**

Mini Programs bieten einige Vorteile gegenüber Native Apps. Aufgrund ihrer Größen- und Funktionsbeschränkungen sind sie einfacher zu entwickeln und kostengünstiger als Native Apps. **Grob gesprochen decken sie ca. 80% der Fähigkeiten von Native Apps ab zu etwa 20-50% der Entwicklungskosten.** Mini Programs dürfen auf Weixin-Programmierschnittstellen zugreifen und benötigen deshalb keine separate Registrierung, Hinterlegung von Zahlungsinformationen usw.

Kriterium	Mini Program	Native App
Entwicklungsaufwand	gering, funktioniert auf Devices unterschiedlicher Hersteller (innerhalb von Weixin)	hoch, zusätzlicher Aufwand, um Native Apps für mehrere OS zu entwickeln
Funktionsumfang	mittel	hoch
Discovery	gering: keine Suchfunktion nach Kategorie. Setzt Kenntnis voraus, dass es ein MP des Entwicklers überhaupt gibt. Discovery findet über Empfehlungen statt oder durch QR Codes (offline oder Official Accounts)	höher, aber ebenfalls gering. Startup-Apps gehen im Play Store/App Store unter. Es gibt zwar Suchfunktionen, aber hier dominieren Anzeigen oder etablierte Apps mit vielen Rezensionen
App Store Gebühren	40% auf In-App-Käufe (NUR Mini Games)	30% auf alle In-App-Käufe (15% Abos Y2)
Nutzer über mehrere OS hinweg	ja, beispielsweise innerhalb von Weixin auf Android- und Apple-Geräten	nein, Native Apps für Apples iOS sind inkompatibel mit Android
Downloadbarriere	entfällt	hoch

Der Vorteil, dass ein MP nicht extra heruntergeladen werden muss und keine Registrierung erfordert, mag in der Theorie gering erscheinen, in der Praxis ist der Wegfall der Downloadbarriere jedoch kaum zu überschätzen. **Mehr als die Hälfte aller Smartphone-Nutzer in den USA laden pro Monat keine einzige neue App herunter.** MPs eignen sich im Vergleich zu Native Apps insbesondere für Anwendungen, die unregelmäßig genutzt werden und nur eine eng definierte Aufgabe effizient lösen sollen.

Ein Beispiel dazu: in Europa setzen seit dem Unbundling des Leistungsangebots von Flugtickets immer mehr Airlines zum Einchecken sowie zum Verkauf zusätzlicher Services den Download ihrer Native Apps voraus. Dies ist häufig lästig. Solch ein Szenario ließe sich mit einem MP deutlich besser lösen, da eine selten genutzte Airline mit einem MP weiterhin zusätzliche Services verkaufen könnte, ohne dass der Kunden jedoch die Native App dafür herunterladen müsste. Weitere offensichtliche Anwendungsfelder sind Treue- und Rabattaktionen sowie Sharing Services. Im [chinesischen Bike-Sharing Markt, der chronisch von Preiskämpfen und Überkapazitäten geprägt ist](#), verzeichnen große Anbieter mittlerweile mehr Buchungen über ihre MPs als über ihre Native Apps.



Etwa die Hälfte aller Mini Programs kann den Bereichen E-Commerce und Mini Games zugeordnet werden. Videospiele generieren den Großteil aller In-MP-Umsätze, [wie dies auch bei Apple der Fall ist](#). Viele Casual Gamer (Mini Games) spielen keine Native App-Games. Es gibt mittlerweile mehrere Tausend Mini Games innerhalb von Weixin und alle zusammen zählen über 300 Mio. MAU. Das Mini Game mit den meisten monatlichen Spielern ist eine Adaption des chinesischen Kartenspiels Dou dizhu (im engl.: Fight the Landlord).

Außerhalb von Gaming ist Xiaonianga das Mini Program mit den meisten monatlichen Nutzern, ein leicht zu bedienendes Tool zur Erstellung von Videoalben aus Fotos, das den Bedürfnissen älterer Nutzer gerecht werden soll (vergrößerte Schriftarten, einfaches Teilen mit Familienmitgliedern via Weixin und Videokategorien wie Festtänze u. ä.).

Im größeren Kontext betrachtet, verschiebt sich die oben gezeigte Downloadbarriere seit 2017 kontinuierlich nach oben. **Selbst Pinduoduo, das am schnellsten wachsende Webunternehmen der vergangenen Jahre mit zuletzt mehr aktiven Käufern als Alibaba (788 vs. 779 Mio.), konnte im Prospekt vor seinem 2018er-IPO keine eklatanten Unterschiede mehr im Nutzererlebnis zwischen der Native App und seinem eigenen Mini Program feststellen:**

*„Direct buyer traffic to our platform is primarily generated from word-of-mouth referrals by our existing buyers as well as the effect of our marketing campaigns. A portion of our buyer traffic comes from our user recommendation or product introduction feature which buyers can share with friends or contacts through social networks such as Weixin and QQ. In addition, buyers may also access our platform and make purchases via our mini-program within Weixin directly. Mini-program is a light feature embedded in Weixin to facilitate discovery and download of stand-alone mobile apps. It is an enhancement of Weixin official accounts and is designed to connect service providers with mobile users. This embedded feature is **currently provided to service providers for free, and the user interface of our mini-program is substantially identical to our own mobile app** with the same product offerings by the same merchants. Therefore, the manner in which a buyer accesses our platform does not affect the way in which we derive our revenues.”*

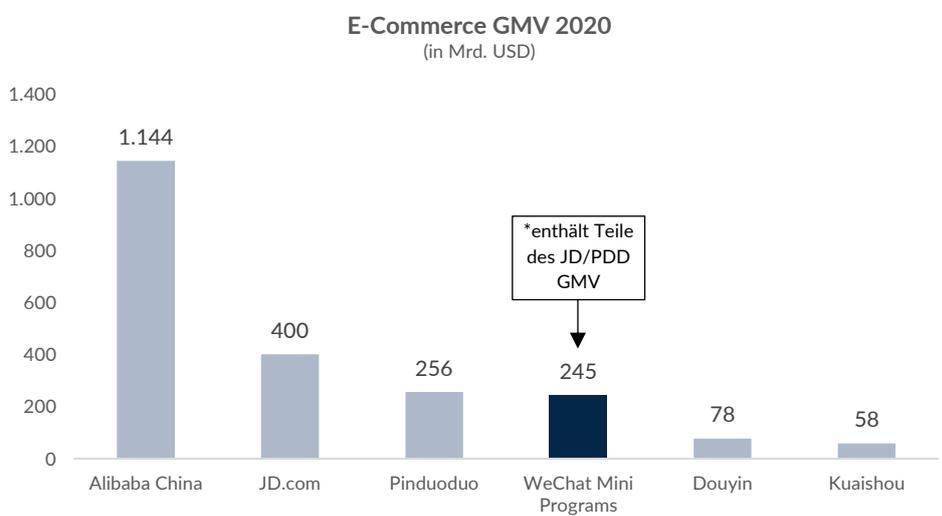
Investoren sind sich uneins, wie aggressiv Tencent die Mini Program-Plattform seit Einführung bereits monetarisiert. Für E-Commerce-Anbieter wie Pinduoduo sind MPs kosten- und gebührenfrei. Dies gilt jedoch ebenfalls für Apples App Store, bei dem die 30%-Gebühr auf nicht-virtuelle Güter und Dienstleistungen wie E-Commerce, Essenslieferdienste, Taxifahrtenvermittler oder Hotelbuchungen nicht anfällt (andernfalls könnten weder Amazon, Airbnb noch Uber irgendwelche In-App-Käufe innerhalb ihrer Native Apps ermöglichen).

„So at this point of time – I think both for Mini Programs and for our enterprise software at this point in time, I think the focus is really delivering great products to increase the user base and to unlock the potential in the user market first before we really think about monetization. Now on the Mini Programs, I think we do derive quite a bit of commercial benefit already through the fact that the Mini Programs actually enable a lot of payment transactions within our system and also the Mini Program owners, which want to get traffic also doing advertising in our Weixin ecosystem. And that's part of the reason why our eCPM on Weixin advertising is actually higher than a lot of the industry standard. So we are deriving the benefits but somewhat in an indirect way.“

- Martin Lau, Q3/20

Tencent monetarisiert die Mini Programs meines Wissens in Form des Onlinewerbegeschäfts (revenue share: 70:30 oder 50:50 zu Gunsten des Entwicklers abhängig von der Umsatzhöhe). Mini Games werden ebenfalls bereits monetarisiert, da In-Game-Käufe auf Android-Geräten zu einem revenue share 60:40 zu Gunsten des Entwicklers führen. Auf Apple-Geräten können aufgrund der iOS-AGB keine In-Game-Käufe innerhalb von Mini Games durchgeführt werden (Weiterleitung an externen Browser).

Insofern monetarisiert Tencent meiner Meinung nach die umsatzstärksten Verkäufer virtueller Güter (nämlich Mini Games) bereits, erhebt im Gegensatz zu Apple jedoch teilweise noch keine Gebühren für abobasierte Apps, Tools oder Lifestyle-Apps. Bezogen auf den GMV liegen sämtliche Mini Programs mittlerweile nicht mehr weit entfernt von JD.com oder Pinduoduo (siehe Diagramm; zur Einordnung: der globale Amazon-GMV (eigener Retail + Marketplace) lag 2020 bei etwa 500 Mrd. USD).



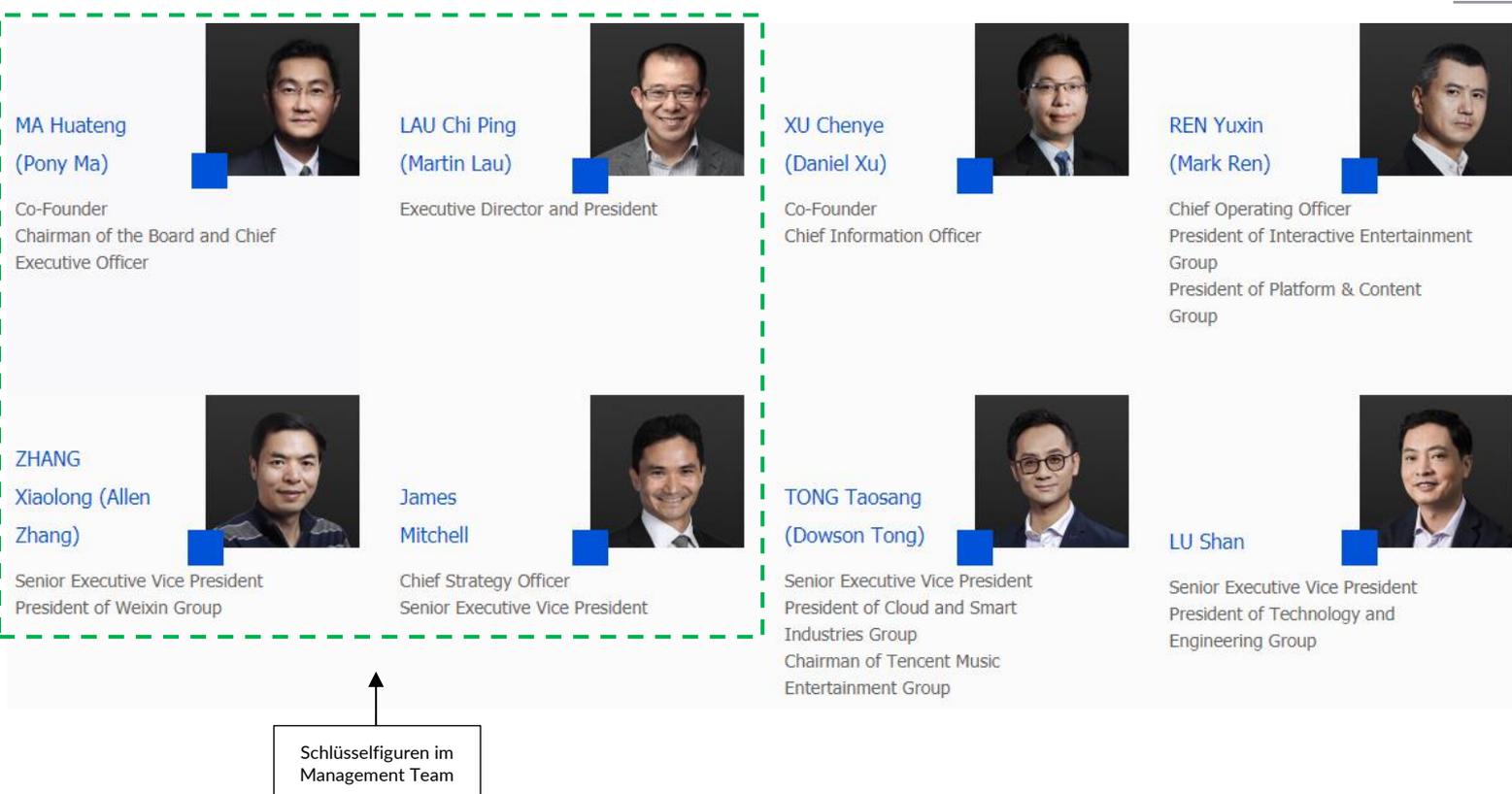
MANAGEMENT

Gründer und CEO **Ma Huateng** bestimmt wesentlich die operative Ausrichtung von Tencent. Ma hält 8,4% der Anteile an Tencent (~60 Mrd. USD Gegenwert).

Zhang Xiaolong kam durch die Übernahme von Foxmail zu Tencent und ist der Visionär hinter Weixin. Zhang dirigiert von Guangzhou aus – teilweise zentralistisch im Sinne eines Steve Jobs – alle Weiterentwicklungen der Super-App. Zhang selbst ist nicht an Tencent beteiligt.

Lau Chi Ping ist mitverantwortlich für die Reallokation freier Mittel in das Beteiligungsportfolio. Insbesondere seit 2012 forciert Tencent seine Investmentstrategie, sodass das Beteiligungsportfolio heute ~1/3 des gesamten Börsenwerts ausmacht. Das Unternehmen beschäftigt mehrere interne M&A-Teams und neben Lau führt beispielsweise auch David Wallerstein ein solches Team aus dem Silicon Valley heraus. Tencents Investmentphilosophie zielt auf Minderheitsbeteiligungen ab und setzt eine starke dezentrale Führungskultur voraus.

Mit dieser Ausrichtung grenzt sich Tencent von Alibaba ab (Komplettübernahmen mit umfangreichen Integrationsmaßnahmen) und macht sich im Falle einer schärferen Antitrust-Doktrin weniger angreifbar. Lau erhält bei seinen Investitionsvorhaben am Hauptsitz in Shenzhen Unterstützung vom gebürtigen Amerikaner und ehemaligen Goldman Sachs-Banker **James Mitchell** (CSO). Lau selbst hält 0,6% der Anteile an Tencent (~4 Mrd. USD Gegenwert), James Mitchell ist nicht nennenswert beteiligt. Die vier genannten Personen sind m. E. Schlüsselfiguren in der obersten Führungsebene des Unternehmens (siehe Abbildung).

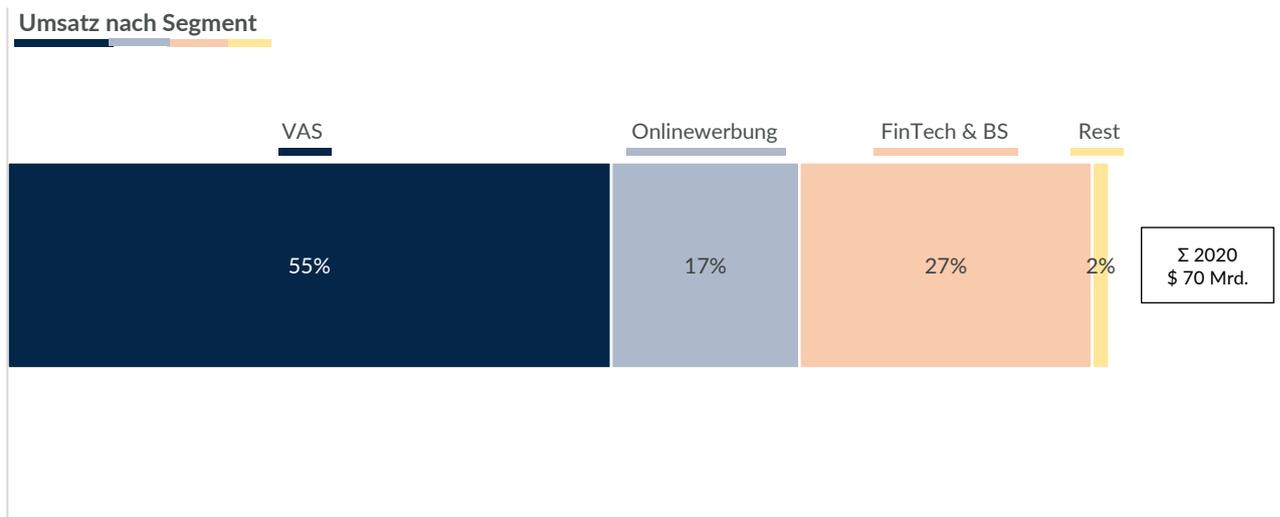


GESCHÄFTSMODELL

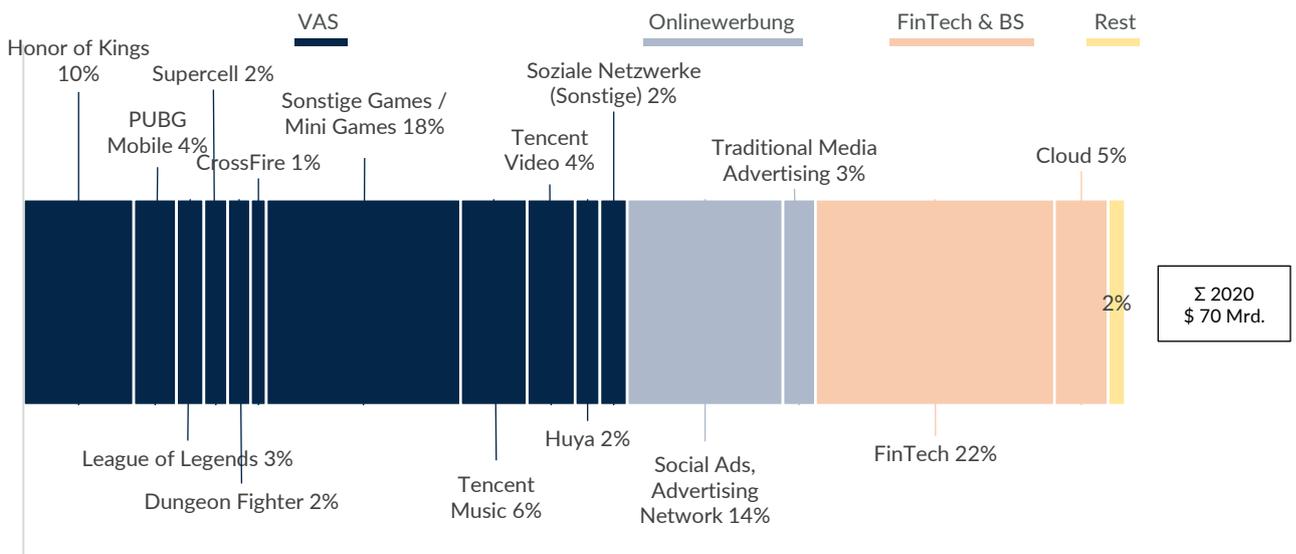
Bei einem durchschnittlichen Wechselkurs von USD/RMB 1/6,90 im Geschäftsjahr 2020 erzielte Tencent die folgenden operativen Leistungen:

- einen Umsatz von rd. 70 Mrd. USD,
- einen Bruttogewinn von 32 Mrd. USD (46% Bruttomarge),
- ein EBIT vor/nach SBC von 22/20 Mrd. USD (31%/28% operative Marge) sowie
- einen Nettogewinn vor/nach SBC von 18/15 Mrd. USD (25%/22% Nettogewinnmarge)

Tencent berichtet über vier Segmente i. VAS (Value Added Services), ii. Onlinewerbung, iii. FinTech and Business Services und iv. Sonstiges mit Bruttomargen von je 54%/52%/28%/1%.



Tencent schlüsselt den Produktmix nicht weiter auf, meinen eigenen Schätzungen zufolge sind jedoch die unten genannten Produkte wichtige Treiber der Gesamtleistung:



Gaming macht mit 40% den Löwenanteil vom Umsatz aus. Fast alle Videospiele von Tencent sind „free-to-play“ und werden statt eines Einmal-Kaufpreises über den wiederkehrenden

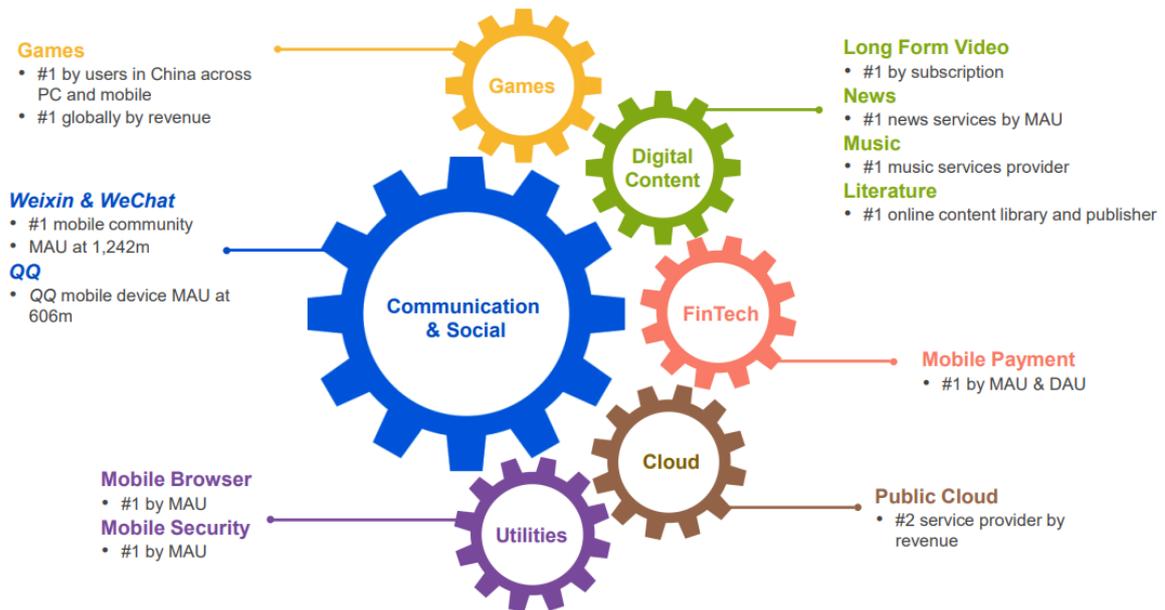
Verkauf virtueller Güter im Spiel monetarisiert. Mit geschätzt >7 Mrd. USD Umsatzbeitrag ist **Honor of King Tencents mit Abstand wichtigstes Videospiele (10% vom Konzernumsatz).**

10PP vom VAS-Segment entfallen auf Streamingdienste wie Tencent Music oder Tencent Video. Anders als Streamingdienste im Westen generiert z. B. Tencent Music hohe Umsätze aus Tipping und virtuellen Geschenken. Ferner ist der Markt für Bezahl-Podcasts weiter entwickelt als bei Spotify oder Apple. Weitere 17% von Tencents Konzernumsatz entfallen auf Onlinewerbung (eigenes oder fremdes Inventar). Tencent beabsichtigt, den Anteil der Werbeumsätze langfristig auf über 30% zu steigern und so die Abhängigkeit vom Gaming zu verringern. Payment- und Other FinTech-Services repräsentieren zusammen etwa 22% vom Umsatz. Cloud ist mit 5% eine unterentwickelte Sparte, die ca. 40% der Größe von Aliyun (Alibaba Cloud) erreicht, noch keinen Gewinnbeitrag leistet, dafür aber mit +50% yoy wächst.

Insgesamt ist Tencent mit diesem Produktportfolio die:

- #1 im Gaming weltweit (nach Umsatz)
- #1 im Long Form Video-Streaming in China (nach Abonnenten)
- #1 im Mobile Payment in China (nach DAU)
- #2 Public Cloud in China (nach Umsatz; siehe folgende Abbildung)

Leading Services with Massive and Highly Engaged User Base



* All rankings above refer to China market, unless otherwise stated. Company data as of March 31, 2021.

Bildquelle: Tencent

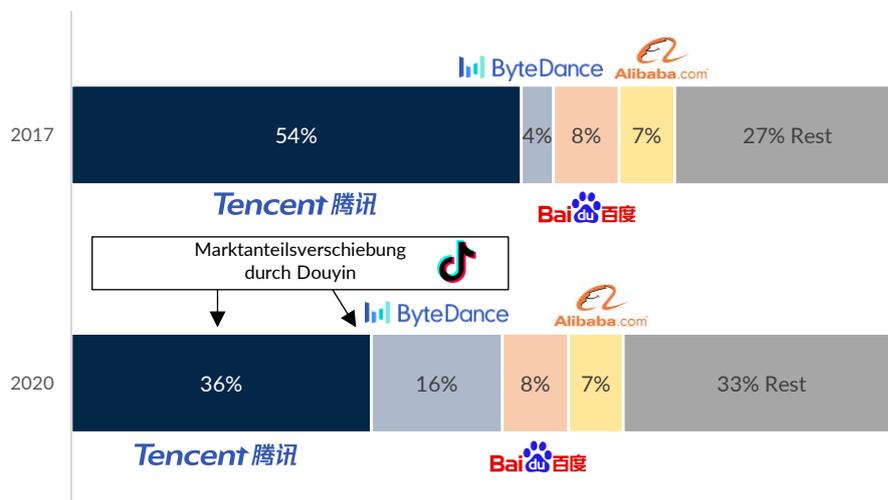
Apps von Tencent dominieren die Bildschirmzeit chinesischer Bürger

In China nutzen die Menschen ihr Smartphone durchschnittlich 370 Minuten am Tag (~6 Stunden) gegenüber 220 Minuten in den USA (~3 ½ Stunden). 36% der täglichen Bildschirmzeit verbringen Menschen in China mit Apps von Tencent (130 Minuten am Tag, ~2 Stunden).

Über die vergangenen Jahre spiegelt das Diagramm unten allerdings einen rückläufigen Trend für den Marktanteil sämtlicher Tencent-Apps wider, da insbesondere ByteDance seit der Einführung von Douyin die Nutzer länger an das eigene Produktportfolio binden kann.

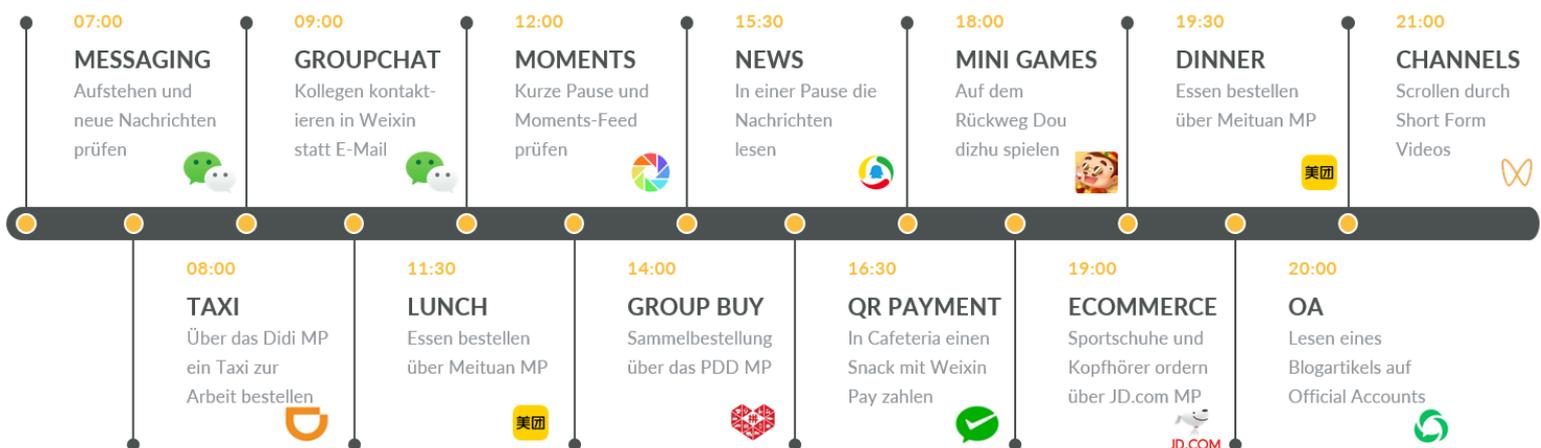
Die wichtigsten Apps von Tencent/ByteDance/Kuaishou sind Weixin/Douyin/Kuaishou und erreichen bei ihren Nutzern eine durchschnittliche Nutzungszeit von 85/91/92 Minuten am Tag. Ich gehe künftig von einer Stabilisierung der unten dargestellten Reihenfolge aus. Ferner halte ich es für unwahrscheinlich, dass ein anderes Unternehmen als Tencent mittelfristig die längste Bildschirmzeit auf sich vereinigen wird.

App-Nutzungszeit in China: Marktanteile nach Unternehmen (in %)



Datenquelle: QuestMobile

Besonders Weixin dient als zeitloses Werkzeug und in einem exemplarischen Tagesverlauf kommen Nutzer dutzende Male mit der App in Kontakt, um verschiedenste Aufgaben zu lösen:



Der zuvor gezeigte Tencent-Marktanteil von 36% bezieht sich auf die Gesamtheit *aller* Tencent-Apps (Ø 130 Minuten am Tag) und nicht ausschließlich auf Weixin (Ø 85 Minuten am Tag). Neben Weixin bietet Tencent in China diverse andere Native Apps an wie z. B. QQ, Honor of Kings, PUBG Mobile etc.

WETTBEWERBSVORTEILE

Meiner Meinung nach profitiert Tencent im Wesentlichen von zwei Wettbewerbsvorteilen:

1. **Netzwerkeffekte in den sozialen Netzwerken**, speziell in QQ und Weixin: Weixin hat >1,2 Mrd. MAU (davon ~1,0 Mrd. in China). Der Wert der App steigt für jeden Nutzer, je mehr zusätzliche Menschen die App nutzen. Das soziale Netzwerk mit der höchsten Nutzerbasis gewinnt im nächsten Schritt die meisten Entwickler für die eigene Plattform, da hier die meisten Kunden adressiert werden können. Später in den Markt eintretende Unternehmen können häufig keine kritische Größe mehr erreichen ([z. B. Alibaba mit Laiwang oder ByteDance mit Duoshan](#)), da sie kein besseres Nutzererlebnis als der Marktführer bieten können.

Außerhalb von QQ und Weixin profitiert Tencent auch bei Videospielen wie League of Legends und Honor of Kings von Netzwerkeffekten, deren Attraktivität sich unter anderem daraus speist, dass die meisten chinesischen Gamer diese Titel ebenfalls spielen. Tencents Nutzerbasis im Milliardenbereich ermöglicht es zusätzlich, neue Apps zu geringeren Kosten einzuführen, da diese direkt in Weixin eingebettet werden können, ohne dass ein separater Download erforderlich wird (so z. B. jüngst geschehen mit Video Channels).

Wie hoch die CAC für Consumer Apps mittlerweile sind, zeigt der Eintritt von ByteDance mit TikTok in den amerikanischen Markt. Dort konnte **TikTok trotz seiner fesselnden Bildschirmfahrung lediglich auf Basis von Mundpropaganda keine kritische Größe erreichen, ehe mehr als 1 Mrd. USD für Werbung auf Plattformen wie Facebook, Instagram, YouTube und Snapchat investiert wurden.** Ohne Toutiao als Cash Cow wäre ein Growth Hacking dieser Art nicht finanzierbar gewesen.

Tencent gibt sich regelmäßig zurückhaltend bei der Einführung neuer Anwendungen in Weixin, um Bestandskunden nicht zu verärgern. So konnten historisch i. Weixin-Nutzer erst nach einiger Zeit ihre vollständige Freundesliste aus QQ importieren, ii. der Ad Load in Weixin Moments wird weiterhin niedrig gehalten und iii. Video Channels werden trotz der Bedrohung durch Douyin den Nutzern nicht aufdringlich vorgeschlagen. Tencents Entwickler sollen agnostisch agieren hinsichtlich der am Ende kundenfreundlichsten Umsetzung einer Idee und sind angewiesen, viele A/B-Tests in Verbindung mit Kundenfeedback in ihre Entscheidungsprozesse einfließen zu lassen.

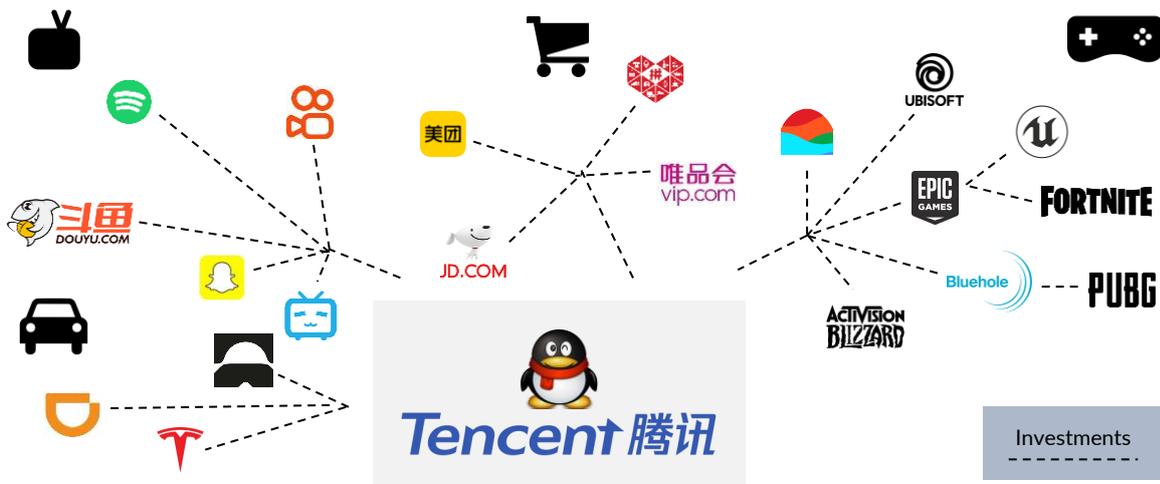
*“Everyone in our team has developed a habit of ensuring every feature and every service has a meaning or a dream behind it. **If a feature is made for just gaining traffic, and it doesn't provide value to users, then it'll have problems, it won't last.** We think about the meaning behind every detail of everything we do. This is a reason we've been able to make it to this day, and it's helped us make many right decisions.”*

- Zhang Xiaolong, 2019

2. **Kapital in Verbindung mit proprietären Vorteilen beim Investieren** sowie gesunder Paranoia hinsichtlich disruptiver Geschäftsmodelle: 2014 erkannte Ma eine eventuelle Gefahr in der steigenden Beliebtheit von WhatsApp außerhalb Chinas. Er bereitete eine

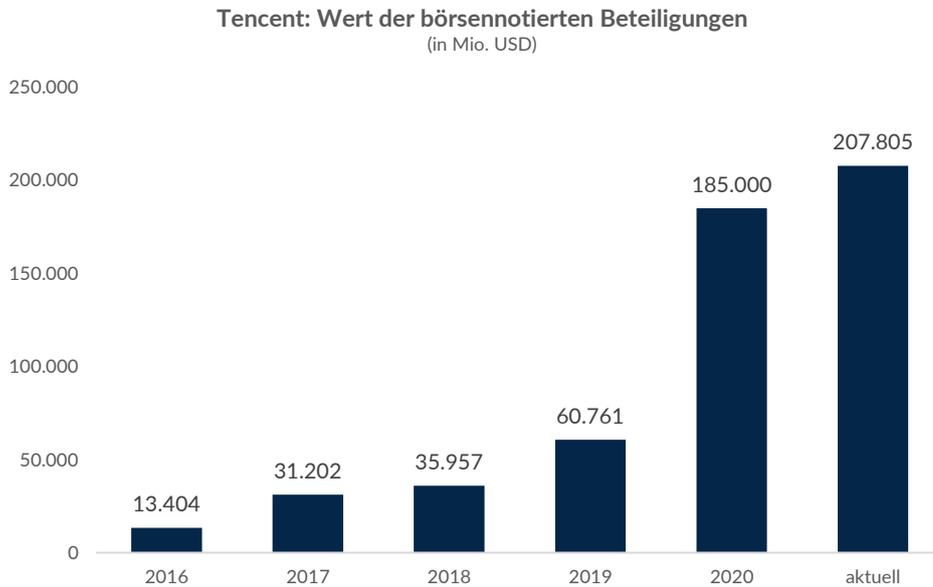
Übernahme vor und sollte sich für finale Verhandlungen mit Jan Koum in Kalifornien treffen. Den Termin musste er aufgrund einer Operation allerdings verschieben. Das daraus entstandene Zeitfenster nutzte wiederum Mark Zuckerberg, um Tencent um Faktor 2x zu überbieten (Kaufpreis: 19 Mrd. USD) und WhatsApp zu übernehmen. In einer anderen Episode aus 2016 – und damit zwei Jahre vor dem offensichtlichen Erfolg Douyins in China – wollte Tencent sich signifikant an ByteDance beteiligen. Für Gründer Zhang Yiming war dies jedoch keine Option (O-Ton: „I didn't start ByteDance to become a Tencent executive“). Diese beiden nicht erfolgreich verlaufenen Akquisitionsvorhaben zeigen m. E. sehr gut, dass Ma und Lau wichtige Produkttrends im Auge haben und Tencent nach Möglichkeit durch Beteiligungen gegen Disruptionen absichern wollen.

Die >800 Investments, die Tencent seit seiner Gründung erfolgreich abschließen konnte, haben teilweise signifikanten Mehrwert für Aktionäre geschaffen. Drei der fünf größten Beteiligungen (Meituan, JD.com und Pinduoduo) sind stark in Weixin integriert und Tencent erlangte frühzeitig proprietäre Einsichten zum Potenzial dieser Targets durch deren Mini Programs und geteilte Inhalte dieser Anbieter in Weixin. Da sehr viele Start-Ups von einer strategischen Partnerschaft mit Weixin dramatisch profitieren würden, dürften auch in Zukunft nur wenige Targets die Offerten Tencents ablehnen (mit seltenen Ausnahmen wie z. B. im Fall ByteDance).

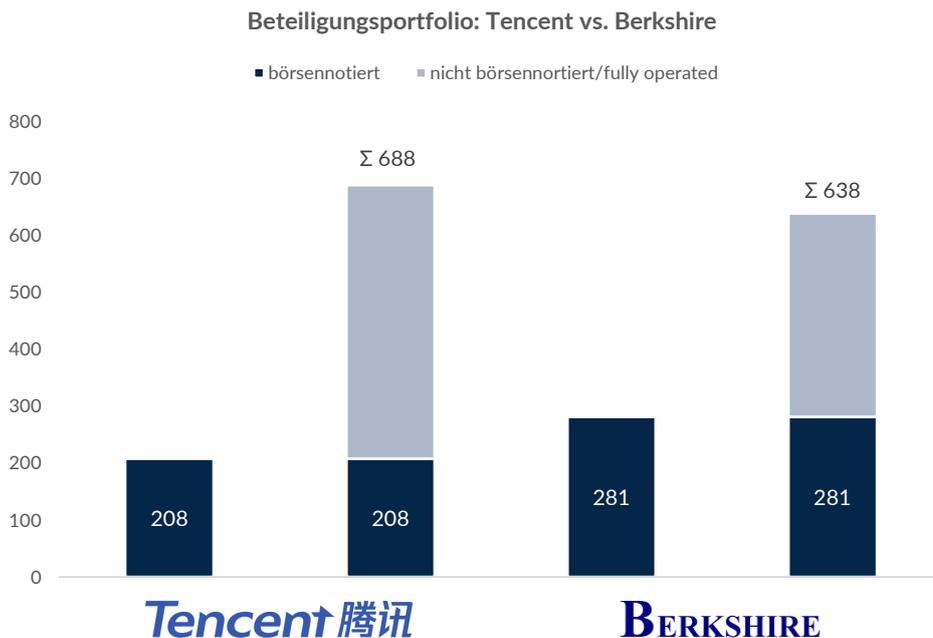


Größte Investments	Kategorie	Market Cap in Mrd. USD	Beteiligungshöhe in %	Beteiligungswert in Mrd. USD
Meituan	Food Delivery/E-Commerce	239	18%	43
Sea	E-Commerce/Gaming	144	26%	37
Pinduoduo	Community Group Buying	149	14%	20
JD.com	E-Commerce	121	18%	22
Kuaishou	Short Form Video	98	18%	17
Summe Top-5	-	751	-	139
Summe Top-37	-	1.951	-	208

Der Marktwert der börsennotierten Beteiligungen von Tencent lag Ende 2020 bei 185 Mrd. USD gegenüber 31 Mrd. USD Ende 2017 (Δ : +154 Mrd. USD). In diesem Zeitraum investierte Tencent meinen Berechnungen nach kumuliert 35 Mrd. USD in neue börsen- und nicht börsennotierte Beteiligungen, sodass das Unternehmen pro zusätzlich investiertem 1 Dollar >4 USD Wertsteigerung auf Portfolioebene ausweist.



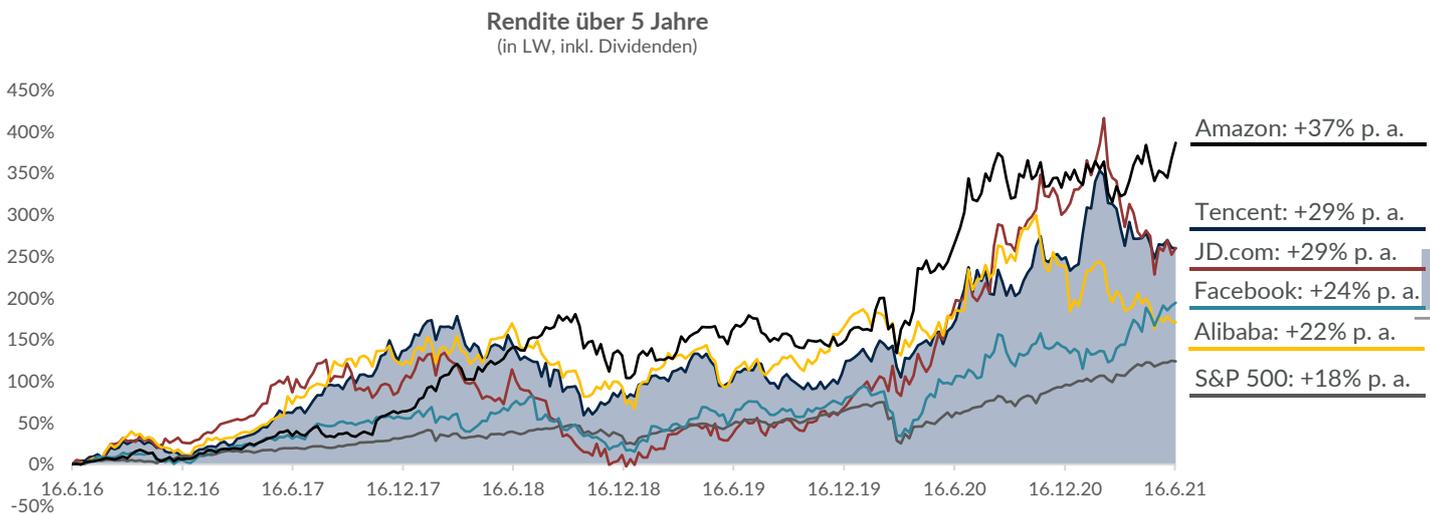
Meiner Berechnung nach beträgt der Wert der börsennotierten Beteiligungen aktuell rd. 208 Mrd. USD und weitere 34 Mrd. USD hält Tencent in nicht-börsennotierten Unternehmen (in Summe also: $208 + 34 = 242$ Mrd. USD). Damit gehört Tencent eindeutig zu den [erfolgreichsten VC Technologiefonds](#) und befindet sich nicht mehr weit entfernt von der Beteiligungsgröße einer Berkshire Hathaway.



Wie das vorige Diagramm zeigt, werden **die Fähigkeiten Tencents in der Kapitalallokation außerhalb des Kerngeschäfts immer wichtiger**. Ich gehe davon aus, dass neue Investitionen aufgrund Tencents proprietärer Einsichten aus Mini Programs, der eigenen Cloud sowie dem Hebel, vielversprechende Start-Ups mit mehr Traffic versorgen zu können, auch künftig zu zweistelligen IRRs durchgeführt werden.

Fasst man Tencents Wachstum im Kerngeschäft sowie die Entwicklung des Beteiligungsportfolios zusammen, konnte das Unternehmen in den vergangenen Jahren attraktive Renditen für Aktionäre erzielen.

Diese Renditen liegen oberhalb der eigenen Kapitalkosten sowie ebenfalls oberhalb gängiger Aktienindizes. Konkret führte ein Investment in Tencent über einen Zeitraum von 5 Jahren zu einer Rendite von 29% p. a. gegenüber je 37%/29%/24%/22%/18% p. a. für ein Investment in Amazon/JD.com/Facebook/Alibaba/S&P 500 im selben Zeitraum (siehe unten).



MÄRKTE

Gaming

Die Softwareumsätze der Videospieleindustrie summieren sich 2021e weltweit auf 176 Mrd. USD (~50% davon Mobile). Das Wachstum liegt bei ~8% p. a.

Onlinewerbung

Die Ausgaben für Onlinewerbung in China summieren sich 2021e auf ~90 Mrd. USD (davon 40% E-Commerce, 17% Short Form Video, 15% Search und 10% Social Media). Das Wachstum liegt bei >10% p. a. Onlinewerbung macht mit ~75% die Mehrheit aller Werbeausgaben in China aus. Ein langfristig höherer Anteil des Binnenkonsums am BIP dürfte die Entwicklung der Werbeausgaben weiter stützen.

Streaming

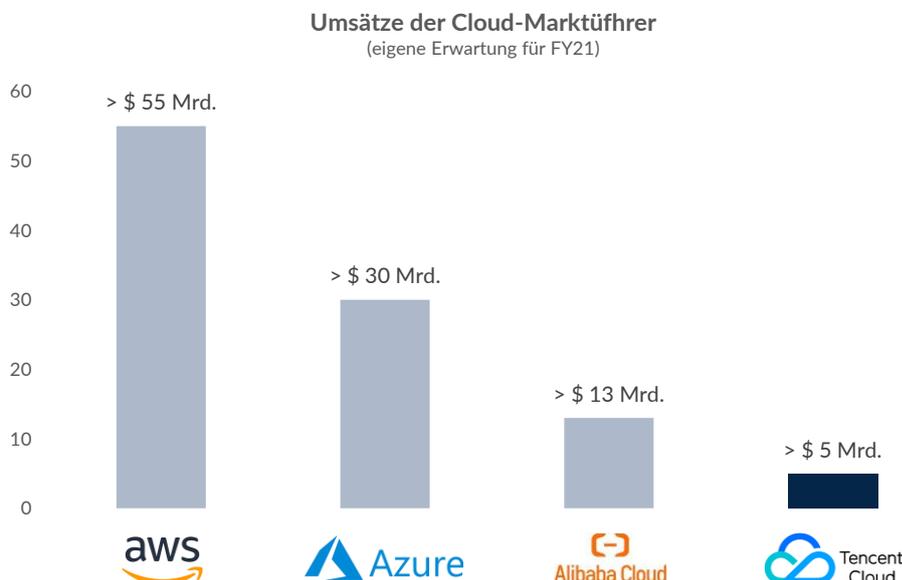
Die weltweiten Musikstreaming-Umsätze summieren sich 2021e auf 25 Mrd. USD und Spotify erwartet ein Wachstum von ~18% p. a. auf 78 Mrd. USD im Jahr 2027. Tencent Music Entertainment erwartet für chinaweite Umsätze aus Musikstreaming und Onlinekaraoke ein Wachstum von >30% p. a. auf 34 Mrd. USD bis 2023.

Payment

In vielen westlichen Ländern wächst das digitale Zahlungsvolumen schneller als die Konsumausgaben (+4% p. a.) aufgrund eines Mix Shifts weg von Bargeld. In China dürfte der Mix Shift geringer ausfallen, das PCE-Wachstum dagegen höher. 2019 lagen die PCE in China bei ~5 Bio. USD gegenüber ~15 Bio. USD in den USA. Meines Erachtens sollten die PCE in China mit 8% p. a. wachsen und das digitale Zahlungsvolumen im zweistelligen Prozentbereich.

Public Cloud

Die IaaS- und PaaS-Umsätze lagen 2020 bei ~100 Mrd. USD bei von mir geschätzten FY20-Umsätzen von 45,4/21,0/9,2/3,5 Mrd. USD für AWS/Azure/Aliyun/Tencent Cloud. Die Penetration vermute ich um 15%, sodass die führenden IaaS- und PaaS-Anbieter mittelfristig >25% p. a. und langfristig >15% p. a. wachsen dürften (zum Vergleich: AWS +32% in Q1/21).



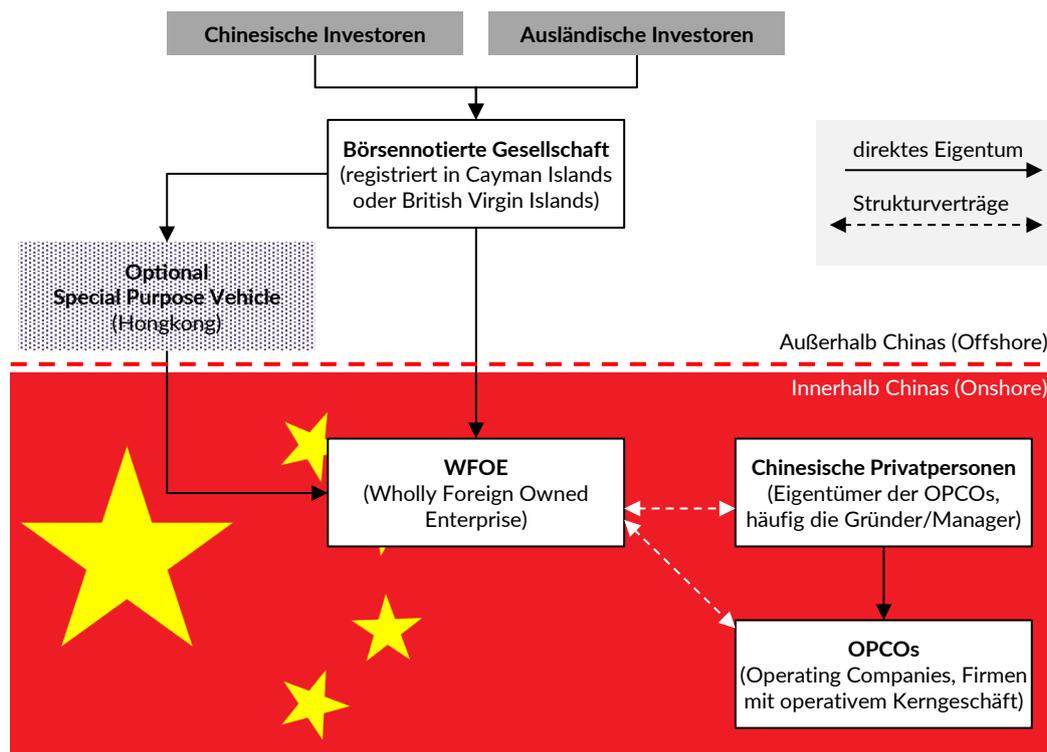
VIE STRUKTURRISIKEN

Beim Erwerb einer Tencent-Aktie nehmen ausländische Investoren höhere Risiken in Kauf als beim Erwerb einer Aktie aus ihrem Heimatmarkt. In China dürfen ausländische Investoren keine direkten Investitionen in diverse Industriezweige tätigen. Unter das Verbot fallen u. a. Telekommunikation, Internet, E-Commerce, Bildung sowie Medien.

Speziell um die Jahrtausendwende herum benötigten allerdings viele chinesische Start-Ups ausländisches Kapital, um Insolvenzen abzuwenden. **Ausländische Investoren griffen deshalb auf eine juristische Spitzfindigkeit der Variable Interest Entity-Struktur (kurz: VIE) zurück** mit dem Ziel, die Restriktionen zu umgehen.

Die VIE-Struktur erlaubt einer im Ausland ansässigen börsennotierten Gesellschaft *im Normalfall* die Kontrolle über in China operativ tätige Gesellschaften (kurz: OPCOs), *ohne direktes Eigentum* an diesen Gesellschaften zu besitzen.

Sina war im Jahr 2000 das erste chinesische IPO an der Nasdaq, das diese Organisationsstruktur nutzte. Auch das BAT-Trio bestehend aus Baidu, Alibaba und Tencent nutzt Strukturverträge, die die OPCOs anweisen, ihre gesamte Überschussliquidität an die WFOE zu transferieren und ansonsten keine Ausschüttungen an die direkten Eigentümer (i. e. Chinesische Privatpersonen) vorzunehmen.



Die VIE-Struktur beinhaltet unstrittig *höhere Risiken* als der tradierte Aktienkauf, da Letzterer tatsächliche und vor Gericht durchsetzbare Eigentumsrechte an operativ tätigen Gesellschaften verbrieft. Aktionäre eines chinesischen Unternehmens wie Tencent besitzen dagegen technisch gesehen kein direktes Eigentum an den OPCOs, **sondern lediglich einen Haufen sich in einer juristischen Grauzone befindlicher Verträge, die in einer Mantelgesellschaft auf den Cayman Islands oder British Virgin Islands liegen.**

Die VIE-spezifischen Risiken werden am Kapitalmarkt einerseits ignoriert und andererseits unzulässig vermengt.

Meines Erachtens sind drei Einzelrisiken getrennt voneinander zu betrachten:

1. **Accounting Risiken** und mangelnde Kontrolle chinesischer Prüfgesellschaften (Fallbeispiel: Luckin Coffee)
2. **Personenrisiken**, sollten sich chinesische Privatpersonen den Weisungen der Strukturverträge widersetzen und sich als Eigentümer der OPCOs am operativen Geschäft zu Lasten ausländischer Aktionäre bereichern (Fallbeispiele: Alipay und GigaMedia)
3. **Politisches Risiko** in Form eines generellen Verbots der VIE-Struktur durch den chinesischen Gesetzgeber, der das Konstrukt seit zwei Jahrzehnten jedoch immer wieder duldet (Fallbeispiel: Chinas Foreign Investment Law im Zeitverlauf)

Accounting Risiken

Unter dem 45. Präsidenten der USA wurde der [HFCA-Act](#) verabschiedet, nach dem chinesische Unternehmen an US-Börsen ab 2024 **zwangsweise delisted werden können, sollte das Public Company Accounting Oversight Board (kurz: PCAOB) weiterhin keine Einsicht in die Arbeit der chinesischen Bilanzprüfer erhalten**. Das PCAOB ist eine vom US-Kongress geschaffene Nonprofit-Organisation, die die Arbeit der Wirtschaftsprüfer börsennotierter Gesellschaften überwacht und gegebenenfalls Sanktionen ausspricht.

Doch nicht nur das PCAOB tappt bezüglich der Prozessqualität von PwC China, KPMG China, Deloitte China oder EY China im Dunkeln. **Die Big Four haben nicht einmal selbst Einblick in Dokumente, die die Einhaltung internationaler Prüfungsstandards der Auslandsgesellschaften verifizieren oder falsifizieren könnten.**

Bei den Landesgesellschaften der Big Four handelt es sich rechtlich gesehen um eigenständige, nicht-verbundene Firmen, sodass Prozessrisiken nicht auf die Dachmarke durchschlagen können. Als Luckin Coffee im Jahr 2020 Betrug und fingierte Umsätze in Höhe von 310 Mio. USD öffentlich machen musste (für die EY China zuvor in einem [Comfort Letter](#) keinerlei Anzeichen sah), fiel der Aktienkurs an der Nasdaq innerhalb eines Tages um 75% von 26,2 auf 6,4 USD. Gleichzeitig musste sich jedoch keiner der Partner bei EY USA Sorgen um seine persönliche Zukunft machen.

Im Geschäftsbericht von Tencent ist PricewaterhouseCoopers Hong Kong als Abschlussprüfer eingetragen. Der Verweis auf einen Big Four-Abschlussprüfer ist m. E. in keinem Land der Welt ein belastbares Indiz für eine konservative Buchführung und in China schon gar nicht. Um Accounting Risiken einstuft zu können, sollte eine Beurteilung der handelnden Personen erfolgen (i. e. Integrität und Charakter der obersten Führungsetage des Unternehmens).

Personenrisiken

Die gravierendste Gefahr aus der VIE-Struktur sind Personenrisiken. Chinesische Privatpersonen sind rechtlich gesehen die Eigentümer der OPCOs und *nicht* etwa die Aktionäre der börsennotierten Gesellschaft. Solange diese Privatpersonen, häufig Gründer und Manager der operativen Gesellschaften, **die ausländischen Minderheitsaktionäre respektieren und den**

Weisungen der Strukturverträge Folge leisten, herrscht Interessensgleichheit und es kommt zu keinerlei Problemen.

In Stresssituationen können die Eigentümer der OPCOs die ausländischen Aktionäre jedoch mit Leichtigkeit benachteiligen. In extremen Fällen können die Aktionäre der börsennotierten Gesellschaft gar vollständig „enteignet“ werden. **Hierbei handelt es sich ausdrücklich *nicht* um hypothetische Szenarien!**

Seit Einführung der VIE-Struktur für chinesische IPOs gab es mehrere Fälle massiver Benachteiligungen ausländischer Investoren durch die Eigentümer der OPCOs. So wollte z. B. im Jahr 2010 die bis heute an der Nasdaq notierte **GigaMedia** den Gründer und Geschäftsführer einer zuvor übernommenen OPCO abberufen. Dieser weigerte sich jedoch und nahm als Eigentümer der OPCO sämtliche Geschäftslizenzen, Registrierungsdokumente und Firmenstempel an sich. GigaMedia [verlor die Kontrolle über die Umsatz- und Gewinnbeiträge dieser OPCO und gewann diese auch niemals wieder zurück.](#)

Die prominenteste Enteignung ausländischer Investoren erfolgte ein Jahr später (2011) durch Jack Ma, Gründer des größten chinesischen E-Commerce-Unternehmens **Alibaba**. [Ohne Benachrichtigung des Boards](#) und [unter fadenscheinigen Begründungen](#) transferierte Ma das gesamte Alipay-Geschäft in eine neue durch ihn kontrollierte OPCO und entzog dem damaligen 43%-Aktionär Yahoo, den Zugriff auf Umsätze und Gewinne dieser Geschäftseinheit. Als Yahoo fünf Wochen später Kenntnis von diesem Vorgang erlangte und dies per ad-hoc-Meldung öffentlich machte, fiel der eigene Aktienkurs innerhalb eines Tages um 12%. Entgegen Jack Mas möglicher initialer Überlegung fiel das Medienecho darauf nicht nur in den USA [sondern auch in China negativ aus.](#)

Einige Monate später einigten sich Ma und Yahoo auf eine Entschädigungszahlung im Falle eines IPOs von Alipay (später Ant Financial Group) in Höhe von mindestens 2 bis maximal 6 Mrd. USD. Bevor Ant Financial zu einer Restrukturierung gezwungen wurde und das IPO abgesagt wurde, hätte es der größte Börsengang aller Zeiten werden sollen mit einer Equity-Bewertung von 315 Mrd. USD gegenüber [heute noch ~200 Mrd. Wertansatz](#). Yahoos Anteil wäre somit 86-135 Mrd. USD wert gegenüber einer Entschädigungszahlung von maximal 6 Mrd. USD.

Tencents Historie ist bis dato frei von solcherlei Vorgängen. Befragt man ferner Naspers zur langjährigen Zusammenarbeit und berücksichtigt die Rolle des Amerikaners David Wallerstein im Top-Management sind die Personenrisiken für ausländische Investoren unterhalb derer von chinesischen Peers einzustufen.

Politisches Risiko

Das finale Risiko besteht im übergeordneten politischen Risiko, dass die Kommunistische Partei Chinas die VIE-Struktur generell verbieten könnte. Das im März 2019 verabschiedete und im Januar 2020 neu in Kraft getretene FIL (Foreign Investment Law) regelt, in welchen chinesischen Industrien ausländische Investitionen erfolgen dürfen und in welchen nicht.

Vor der Verabschiedung 2019 **zirkulierte ab 2015 ein Entwurf, der die VIE-Struktur explizit als nicht erlaubte ausländische Investition definierte („de facto Kontrolle“)**. Dem Entwurf nach wäre die Struktur, die sich bisweilen in einer juristischen Grauzone befindet, *eindeutig illegal*

geworden. **Im finalen Gesetz nahm der Regulator diesen Passus allerdings bewusst zurück.** Stattdessen ist das mittlerweile in Kraft getretene FIL wie viele andere chinesische Gesetzestexte vage formuliert und Artikel 2 lässt keinen eindeutigen Schluss zu, ob die VIE-Struktur eine illegale indirekte Investition in chinesische Unternehmen darstellt – oder nicht.

Als Reaktion auf den final 2019 verabschiedeten Gesetzestext bescheinigte die Ratingagentur S&P Global chinesischen Firmen mit VIE-Struktur fortan ein geringeres Risiko, da das Zurückrudern des Regulators gegenüber dem 2015er-Entwurf ihrer Meinung nach den Status quo für viele weitere Jahre aufrechterhalten würde. Am Ende des Tages teile ich diese Einschätzung.

Meiner Meinung nach war es zu erwarten, dass die chinesische Politik die VIE-Struktur nicht/(nie?) klar legitimieren würde, da man sich dadurch weniger machtstrategische Optionen offenhalten würde. Ein tatsächliches Verbot der VIE-Struktur hätte voraussichtlich jedoch gravierende Folgen für Chinas Wirtschaftswachstum und würde im Technologiesektor zu Verwerfungen führen. Die Rückkopplungen wären über die gesamte Nation hinweg spürbar.

Per Ende 2020 waren >200 chinesische Unternehmen an amerikanischen Börsen börsennotiert und US-Investoren hielten rd. 1,1 Bio. USD in diesen chinesischen Aktien. Das entspricht etwa 50% der Gesamtmarktkapitalisierung dieser Unternehmen von 2,2 Bio. USD. Chinesische Investoren halten auf der anderen Seite rd. 0,7 Bio. USD in amerikanischen Aktien. **Die IPO-Erlöse chinesischer Firmen an amerikanischen Börsenplätzen summierten sich allein im Jahr 2020 auf etwa 15 Mrd. USD.**

Diese ausländischen IPO-Erlöse im Milliardenbereich stehen im nächsten Schritt chinesischen Technologieunternehmen zur Verfügung, um damit gut bezahlte Jobs im Heimatland zu schaffen und der Bevölkerung eine Perspektive zum sozialen Aufstieg zu geben. Ein Verbot der VIE-Struktur würde den IPO-Markt schließen und mehrere Großkonzerne wie Baidu, Alibaba oder Tencent, die einen wichtigen Beitrag zu Chinas Wirtschaftswachstum leisten, über Monate hinweg lähmen bzw. in Aktionärsklagen mit fraglichem Ausgang verwickeln.

Im Falle einer Konfrontation besäßen die USA ferner – wie bereits im letzten Handelskrieg erkennbar – einige Möglichkeiten zur finanziellen Vergeltung. Von den gesamten amerikanischen Staatsschulden in Höhe von 28 Bio. USD sind Japan (1,3 Bio. USD) und China (1,1 Bio. USD) die größten ausländischen Gläubiger. In einem Stressszenario wäre die (rechtlich hochbedenkliche) Aussetzung von Zinszahlungen sowie Einreiseverbote für chinesische Staatsbürger denkbar. Ebenso könnten die USA ein Embargo der Halbleiterverarbeitenden Industrie Chinas mit Schlüsseltechnologien beschließen, was China mit einem Verbot von Apple-Verkäufen im Reich der Mitte beantworten könnte (Apple erzielt ~20% vom Konzernumsatz in China).

Diese Gedankenspiele sollen schlichtweg nahelegen, dass **ein generelles Verbot der VIE-Struktur ohne finanzielles Chaos und negative Rückkopplungen auf Chinas Wirtschaftswachstum schwer vorstellbar ist.** Wachstum und Innovation haben jedoch einen unangefochten hohen Stellenwert in Chinas 14.ten Fünfjahresplan bis 2025 und darüber hinaus. Aus dieser Gemengelage heraus spricht sehr viel für die Beibehaltung des Status quo.

KARTELLRECHT CATCH UP 2020/21

Tencent-Aktien befinden sich derzeit in einer Situation, die ich als „regulatorischen Überhang“ bezeichnen würde. Chinas politische Führung beginnt seit Kurzem, seine nationalen Technologieriesen in die Schranken zu weisen. Investoren wägen nun ab, wie groß der Schaden daraus wirklich sein wird. Während in den USA bereits [seit Ende des 19. Jahrhunderts umfangreiche Kartellrechtsgesetze existieren](#), hat China sein erstes Antimonopolgesetz 2008 erlassen und 2020 ausgeweitet. Die Regierungsbehörde SAMR (State Administration for Market Regulation) soll die Einhaltung des Kartellrechts in China überwachen und durchsetzen.

Als Monopol gelten in China ähnlich wie in Europa Firmen mit >50% Marktanteil. In den USA liegt die Hürde häufig höher mit >70% Marktanteil. Bisher war die SAMR mit 40 Mitarbeitern kaum in der Lage, mehrere Untersuchungen von Großkonzernen parallel durchzuführen. Um mehr Gegengewicht zu Chinas Technologieriesen aufzubauen, erhält die SAMR derzeit jedoch neue finanzielle Mittel und stellt 30 weitere Mitarbeiter ein.

Mit einer höheren Anzahl an Untersuchungen und mehr finanziellem Spielraum für die SAMR möchte die Kommunistische Partei Chinas dem Technologiesektor ihre Macht demonstrieren. Auf das Umsatz- und Mitarbeiterwachstum dieser Konzerne bleibt sie dennoch zur Erreichung ihrer volkswirtschaftlichen Ziele angewiesen. Man kann allerdings *unstrittig* festhalten, dass die jüngste Entwicklung ein Ende der vorigen laissez-faire-Politik markiert, wo so gut wie alle Kartellrechtsbeschwerden im Sande verliefen.

Folgende Zeitleiste gibt m. E. Schlüsselereignisse des Kartellrecht Catch Ups 2020/21 wieder:

- **Januar 2020:** die SAMR schlägt eine Überarbeitung von Chinas Antimonopolgesetz aus dem Jahr 2008 vor, die speziell Internetunternehmen in ihre Schranken weisen soll
- **November 2020:** Nachdem Jack Ma mit seiner Kritik an chinesischen Staatsbanken in Ungnade fällt, wird das Ant Financial IPO in letzter Sekunde abgesagt und er selbst [für drei Monate nicht mehr öffentlich gesehen](#)
- **November 2020:** die SAMR konkretisiert ihre Vorschläge für eine Gesetzesnovelle, nach der mehrere Formen wettbewerbsbeschränkenden Verhaltens nicht nur auf Industrieunternehmen, sondern auch auf Technologieunternehmen angewandt werden sollen
- **Dezember 2020:** die SAMR erlegt Alibaba und Tencent kleinere Geldstrafen auf für nicht gemeldete M&A-Transaktionen. Diese symbolischen Geldstrafen können als erstes Warnzeichen der SAMR an den Technologiesektor gewertet werden
- **Dezember 2020:** die SAMR leitet eine Kartellrechtsuntersuchung gegen Alibaba ein. Der E-Commerce-Marktanteil von Alibaba in China liegt bei ~60%
- **Februar 2021:** Die durch die SAMR beschlossene Novellierung des Kartellrechtsgesetz und die Erweiterung auf den Technologiesektor tritt unter dem Titel „Antitrust Guidelines for the Platform Economy“ in Kraft. Im Fokus der neuen Regeln steht ein Verbot von Exklusivitätsklauseln für Händler auf E-Commerce-Plattformen (im chin.: „er xuan yi“) sowie ein Verbot von Preisdiskriminierung zwischen Endkunden basierend auf deren Kaufhistorie
- **März 2021:** die SAMR kündigt eine Untersuchung an, ob WeChat Märkte illegalerweise monopolisiert hat

- **April 2021:** Die SAMR verhängt eine Rekordgeldstrafe von 2,8 Mrd. USD gegen Alibaba nach nur vier Monaten Untersuchungsdauer aufgrund illegaler Exklusivitätsklauseln. Der Betrag repräsentiert 4% von Alibabas Umsatz in China aus dem Jahr 2019, die maximale Höhe wären 10% gewesen
- **Juli 2021:** Zwei Tage nach dem IPO von DiDi Global kündigt die CAC eine Untersuchung des Fahrdienstvermittlers in Belangen des Datenschutzes und der Cybersicherheit an (dauert regelmäßig bis zu 45 Werktagen). Vier Tage nach IPO wird DiDis App vorübergehend aus chinesischen App Stores entfernt

Die Gesetzesnovelle „Antitrust Guidelines for the Platform Economy“ adressiert wie oben erwähnt primär E-Commerce-Unternehmen, die Händler dazu drängen, ihre Artikel exklusiv auf einer und auf sonst keiner zweiten Plattform anzubieten (auch bekannt als: „er xuan yi“ bzw. im engl.: „choose one of two“). Der weltgrößte Mikrowellenhersteller Galanz hielt sich nicht an diese Exklusivitätsklausel seitens Alibaba und nahm zusätzlich Geschäftsbeziehungen mit Pinduoduo auf. Als Alibaba davon Kenntnis erlangte, brachen die Galanz-Verkäufe auf Tmall ein und Galanz erhob eine Wettbewerbsbeschwerde. In der Vergangenheit nutzte Alibaba „er xuan yi“ vor allem dazu, um es aufstrebenden E-Commerce-Unternehmen zu erschweren, ein ebenso breites Sortiment aufzubauen. Mit der SAMR-Strafe vom April 2021 muss Alibaba diese Praxis einstellen, hat indes aber wertvolle Zeit gewonnen, um absolut noch größer zu werden, wengleich der relative Marktanteil am chinesischen E-Commerce-Markt bereits von ~75% im Jahr 2015 auf ~60% im Jahr 2019 gefallen ist.

Tencents eigene Aktivitäten im E-Commerce halten sich in Grenzen. Dennoch könnte die SAMR dem Unternehmen bei Bedarf mehrere Formen wettbewerbsbeschränkenden Verhaltens vorwerfen, wie zum Beispiel das Blockieren von Douyin-Inhalten innerhalb von Weixin oder blockierte Links zu Angeboten von Alibaba. Mehrere Marktteilnehmer vermuten deshalb, dass [die SAMR demnächst eine Strafe von >1,5 Mrd. USD gegen Tencent aussprechen wird](#) nach 2,8 Mrd. USD gegen Alibaba.

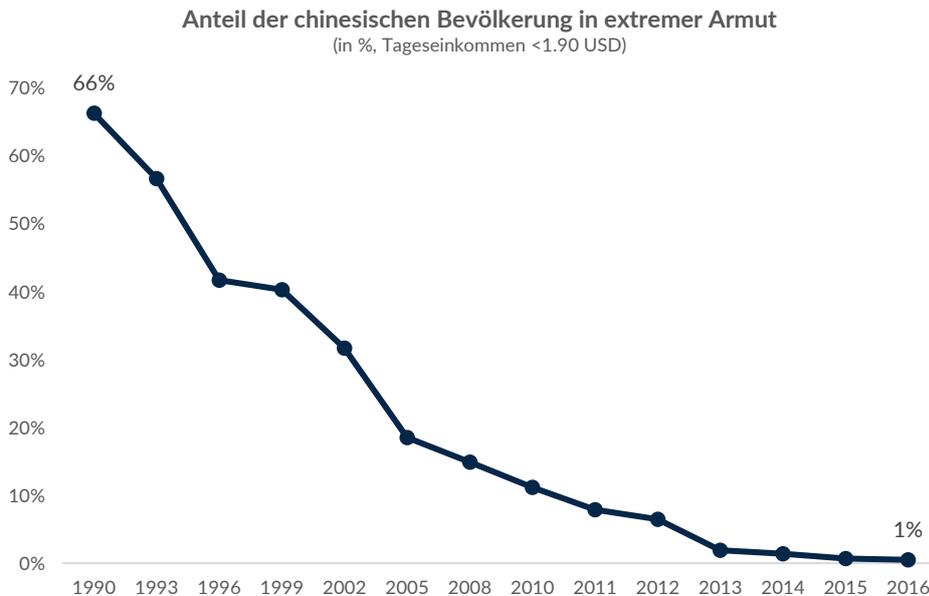
Meiner Meinung nach dürfte **eine schlichte Geldstrafe durch die SAMR am Kapitalmarkt sogar positiv aufgenommen werden**, da sie Unsicherheit beseitigt, wie entschlossen die Regierung gegen ihre führenden Technologiekonzerne tatsächlich vorgehen möchte.

Ein energischeres Eingreifen in Belange des Sektors wie die Absage des Ant Financial IPOs müssen m. E. im speziellen Kontext des persönlich in Ungnade gefallenen und extrovertierten Alibaba-Gründers Jack Ma gesehen werden. Auf Seiten von Tencent agiert Ma Huateng zurückhaltender, stellt sich öffentlich stets hinter die Regierung und ist ein unauffälliges Mitglied im Nationalen Volkskongress. Zudem lässt er das bei staatlichen Banken so ungeliebte FinTech-Geschäft von WeChat Pay spürbar konservativer managen als sein direkter Konkurrent.

WECHAT IM SPANNUNGSFELD DER POLITIK

Die Kartellrechtsnovelle durch die SAMR ist nur ein kleines Puzzlestück in einer größeren politischen Gemengelage, in der sich Tencent insbesondere mit dem Kernprodukt WeChat befindet.

Zum besseren Verständnis des gesamtpolitischen Kontexts müssen die Errungenschaften der jüngeren Vergangenheit miteinbezogen werden. Die von Deng Xiaoping initiierte Reform- und Öffnungspolitik legte den Grundstein für mehr privates Unternehmertum sowie kapitalistisch geprägte Anreizsysteme und hat zu einem massiven Anstieg des nationalen Wohlstands geführt. Über die vergangenen vier Dekaden meldete die Volksrepublik ein reales Wirtschaftswachstum von ~10% p. a. und nach Angaben der Weltbank konnten **in dieser Zeit mehr als 800 Mio. Chinesen ein Leben in extremer Armut verlassen (<1.90 USD Einkommen/Tag)**. Chinas Universitäten bilden Stand heute jährlich mehr junge Menschen in Natur- und Ingenieurwissenschaften aus als die USA, Japan, Südkorea und Taiwan zusammen. Betrachtet man die Wachstumsraten sämtlicher führender Industrienationen, dürfte das Reich der Mitte noch vor 2030 die USA als größte Volkswirtschaft der Welt ablösen.



Datenquelle: Weltbank

Im Westen gab es lange einen **politischen Konsens, dass steigender Wohlstand zwangsläufig auch zu mehr politischen Freiheiten führen würde**, insbesondere in Verbindung mit neuen Kommunikationsmedien, die sich nicht zentral kontrollieren ließen:

“We know how much the Internet has changed America, and we are already an open society. Imagine how much it could change China. Now there's no question China has been trying to crack down on the Internet. Good luck! That's sort of like trying to nail jello to the wall.”

- Bill Clinton, 42. Präsident der Vereinigten Staaten von Amerika

Betrachtet man allerdings die Entwicklung in China – speziell seit 2018 – hat sich diese These...
[Kapitel entfernt]

WICHTIGER HINWEIS

Die nachfolgenden Abschnitte zum politischen System der Volksrepublik China sind bewusst für „Aktien-Wissen“ unkenntlich gemacht oder entfernt worden

„Aktien-Wissen“ dient der Darstellung von Meinungen und Hypothesen zu börsennotierten Unternehmen. **Besprochen werden – gemessen am Marktkonsens – sowohl unterbewertete als auch überbewertete börsennotierte Unternehmen, solange sie in einer interessanten Industrie agieren**

Sämtliche hier dargestellten Dokumente stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelcher Wertpapiere dar. Sie dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen als Werbemitteilungen ausdrücklich keine Finanzanalysen dar

Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen. Die Meinungen dienen dem Verständnis der Investmentphilosophie und es besteht keinerlei Verpflichtung zu einer Aktualisierung der Dokumente

Professionelle Kunden können weiterführende Informationen lediglich auf Anfrage erhalten

Bitte wenden Sie sich als Privatanleger bei sämtlichen Fragen rund um das Thema Investieren direkt an Ihren Vermögens- oder Bankberater

BYTEDANCE: VON ERFOLG ZU ERFOLG

Toutiao und Douyin als Cash Cows

Wer 2017 die These aufgestellt hätte, dass die **Short Form Video-App Douyin (im Englischen: TikTok)** – eine Kopie von Musical.ly, die selbst wiederum eine Kopie von Mindie war – ihren chinesischen Mutterkonzern [ByteDance zum wertvollsten privat gehaltenen Technologieunternehmen mit einer Bewertung von 400 Mrd. USD](#) machen würde, wäre Spott und Hohn sicher gewesen.

Schließlich spielte sich die Kategorie und im Speziellen ihr Branchenprimus Musical.ly lange in einer Nische ab. Short Form Videos mit maximal 15 Sekunden Länge wurden initial vor allem für Lip Sync- und Tanzvideos von Teenagern genutzt. Anders als Musical.ly erstreckt sich Douyin heute jedoch über alle Altersschichten und Videokategorien hinweg. Die App zählt in China >600 Mio. *täglich* aktive Nutzer und ist in seiner internationalen Variante TikTok auch im Ausland ein riesiger Erfolg, der von Investoren teilweise noch unterschätzt wird.

Wer den Aufstieg von TikToks Mutterkonzern ByteDance einordnen möchte, muss zunächst



einen Blick auf **Gründer Zhang Yiming** sowie dessen erstes Erfolgsprodukt **Toutiao** werfen. Zhang Yiming wird 1983 in Longyang in der südchinesischen Provinz Fujian geboren und beginnt 2001 ein Informatik-Studium an der Nankai-Universität in Tianjin. Bereits als Jugendlicher liest er über 20 Zeitungen pro Woche und zeigt eine äußerst hohe Lernbereitschaft. Zeit seines Lebens beschäftigt ihn ein ausgeprägter Optimierungswille und eine Leidenschaft für rationale, datengetriebene

Entscheidungen. Beispielsweise kauft er seine erste Wohnung in einem Appartementkomplex in Peking auf Grundlage eines Scrapings aller im Internet inserierten Immobilien, auf die er dann einen Filter zur Identifizierung des Objekts mit der höchsten erwarteten Wertsteigerung anwendet (mit Erfolg). Analog zum Tencent-Gründer Ma Huateng entwickelt sich Zhang Yiming während des Studiums zu einem versierten Programmierer und baut zusätzlich seine Hardware-Kenntnisse aus, indem er in seiner Freizeit defekte PCs repariert und so sein monatliches Einkommen aufbessert. Zusätzlich bietet Zhang Auftragsarbeiten als Webdesigner an.

Direkt nach dem Universitätsabschluss gründet er ein Unternehmen für Kollaborationssoftware. Da er jedoch keine Kunden für die ersten Produktprototypen findet, muss er den Betrieb nach nur sechs Monaten wieder einstellen. Anschließend nimmt er einen Job beim Online-Reiseportal Kuxun an und steigt dort schon nach kurzer Zeit zum Teamleiter auf. Kuxun beschäftigt in der Spitze lediglich 170 Mitarbeiter, von denen 30 jedoch später selbst ein Unternehmen gründen. Aus diesem Grund wird das später von TripAdvisor übernommene Reiseportal gelegentlich auch mit der amerikanischen „PayPal Mafia“ rund um Reid Hoffman, Peter Thiel und Elon Musk verglichen. Zhang verbringt einen weiteren Zwischenstopp bei Microsoft in China, wo er sich in den Abläufen eines Großkonzerns gelangweilt und unterfordert fühlt. Er arbeitet anschließend beim Twitter-Klon Fanfou und beim von ihm mitgegründeten Online-Immobilienportal 99 Fang, bevor er 2012 mit ByteDance sein heutiges Unternehmen gründet.

Eines der ersten Produkte von ByteDance ist der Nachrichtenaggregator Toutiao, der 2012 auf den Markt kommt. **Toutiao fasst Nachrichtenartikel chinesischer Publisher in einem Feed zusammen und bindet gleichzeitig Videoformate in die App ein** (siehe nachfolgende

Abbildung). Der Videoteil fühlt sich bei der Benutzung der App etwas wie YouTube an. Monetarisiert wird Toutiao über das Schalten von Video-Werbung sowie das Sponsoring von Artikeln.



Bildquelle: ByteDance

Apps zur Newsaggregation in China gibt es viele. Toutiao differenziert sich von der Konkurrenz über die **Qualität seiner Recommendation Engine**, die einen nicht enden wollenden Nachschub an personalisiertem Content bereitstellt und Nutzer erstaunlich lange an die App fesselt.¹⁰ (Seit Erstveröffentlichung misst ByteDance das [Verhalten der Toutiao-Nutzer bis ins kleinste Detail](#) (Klicks, Swipes, Kommentare, Pausen, zu welchen Zeiten der Nutzer die App verwendet, von welchem Ort aus etc.). Im Mittel verbringen Toutiao-Nutzer ganze 72 Minuten/Tag in der App vergleichbar mit der Nutzungsdauer von Bilibili (78 Minuten) oder YouTube (60 Minuten).

Durchschnittliche Nutzungszeit der jeweiligen App (in Minuten pro Tag)



Datenquelle: QuestMobile

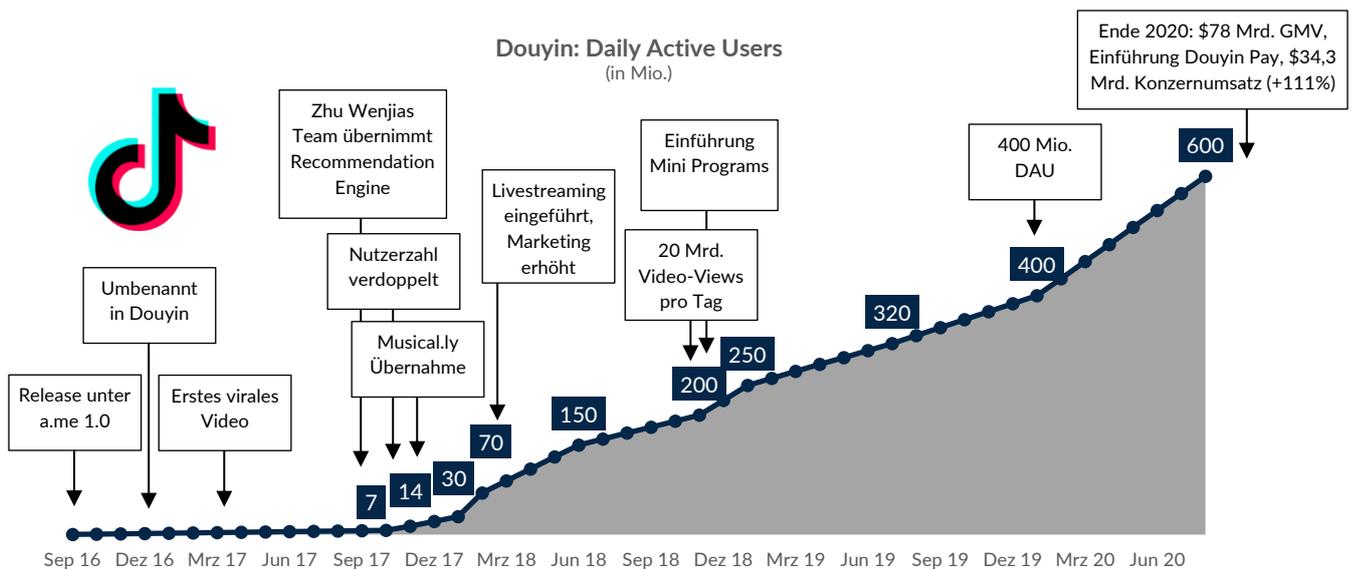
¹⁰ teilweise auch mit Hilfe von Click-Bait-Inhalten

Die erste Version von Toutiaos Recommendation Engine entwickelt Zhang Yiming noch selbst. Schnell übergibt die Rolle jedoch an **den ehemaligen Baidu-Mitarbeiter und langjährigen Toutiao-CEO, Zhu Wenjia**. Zhu verfeinert den Empfehlungsalgorithmus und modifiziert die Regeln kontinuierlich, um Manipulation durch Click-Farmen oder Keyword Stuffing entgegenzuwirken.

Recommendation Engines (push content) wie innerhalb von Toutiao eignen sich anders als Suchmaschinen (pull content) sehr gut für nischige Inhalte, da diese keine explizite pull-Nachfrage generieren. Nutzer, für die long-tail-Inhalte passend sein könnten, sind ex ante nicht in der Lage zu artikulieren, was für sie alles von Interesse sein könnte. Berücksichtigt man das Überangebot an geschriebenen, gesprochenen oder Video-Inhalten, sinkt kontinuierlich der Wert der Inhalte selbst, während die Recommendation Engine an Wert gewinnt.

Nach dem großen Erfolg von Toutiao initiiert ByteDance 2016 eine neue App unter dem Namen A.me als Klon der chinesischen App Musical.ly (2014), die v. a. in den USA und Europa ehemals Millionen jugendlicher Anhänger fand. Intern gilt A.me zunächst als wenig erfolgsversprechend und als Randprojekt. In den ersten Monaten kann die später in Douyin umbenannte App den Erwartungen entsprechend auch kaum Nutzer gewinnen.

Das ändert sich jedoch sprunghaft, als Zhu Wenjias Team die Verantwortung für Douyins Recommendation Engine übernimmt. Im Oktober 2017 verdoppeln sich die DAU innerhalb eines Monats und die durchschnittliche Nutzungszeit verdoppelt sich ebenfalls von 20 auf 40 Minuten. Im November 2017 übernimmt ByteDance zusätzlich Musical.ly für ~1 Mrd. USD und kombiniert die beiden Produkte zu Douyin in China und zu TikTok außerhalb Chinas. Matthew Brennan dokumentiert diesen strategisch wichtigen Wendepunkt für Douyin detailliert [in seinem Buch „Attention Factory“](#) und stellt ihn graphisch ähnlich zum nachfolgenden Diagramm dar:



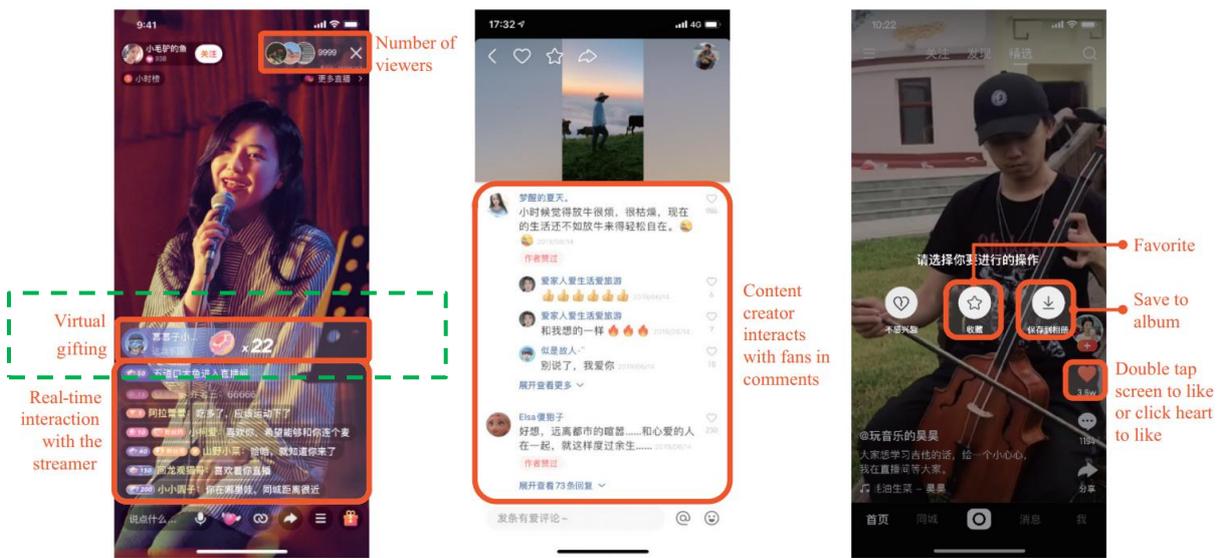
Datenquelle: ByteDance und Matthew Brennan, Backlink: <https://www.amazon.de/gp/product/B08L1578B6>

Im Anschluss treibt Bytedance die Monetarisierung von Douyin mit großen Schritten voran und führt Video-Ads ein (vergleichbar mit Werbeeinblendungen, die man aus Instagram Stories

kennt). Darüber hinaus generiert Douyin Umsätze aus virtuellen Geschenken und E-Commerce-Livestreaming.

Douyins Konkurrent Kuaishou – mit 300 Mio. DAU die #2 unter den Short Form Video Apps in China – setzt zunächst weniger auf Werbung und fokussiert sich stattdessen auf virtuelle Geschenke, die 2020 mit 62% vom Gesamtumsatz die wichtigste Ertragssäule des Unternehmens bilden (siehe Abbildung unten links).

Sowohl Douyin als auch Kuaishou sind mit ihren [E-Commerce-Livestreams](#) spürbare Konkurrenten zu Taobao Live geworden und stellen gemessen am GMV bereits die #5 und #6 unter sämtlichen chinesischen Handelsplattformen dar (nach Alibaba als #1, JD.com als #2, Pinduoduo als #3 und Weixin Mini Programs als #4).

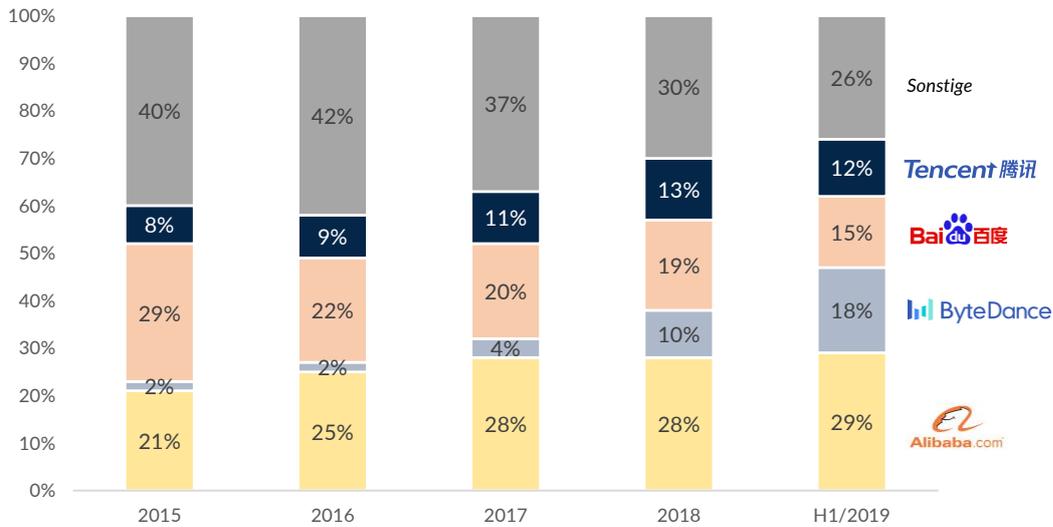


Bildquelle: Kuaishou IPO-Prospekt

Bezogen auf Werbung in Short Form Video Apps spielt Douyin mit ~80% Umsatzanteil aus Werbung gegenüber 33% bei Kuaishou jedoch in einer eigenen Liga.

Mit [>30 Mrd. USD Konzernumsatz im Jahr 2020](#) ist ByteDance zur klaren #2 im chinesischen Onlinewerbemarkt hinter Alibaba avanciert (siehe Diagramm auf der nächsten Seite). Größter Verlierer dieses Aufstiegs ist Baidu, dessen Marktanteil sich seit 2015 auf 15% ungefähr halbiert hat. Tencent hält seinen Marktanteil von 12% weitestgehend stabil und verzeichnet durch mehr Werbeeinblendungen in Weixin Moments, Weixin Mini Programs und der Tencent Ad Exchange fortgeführtes Wachstum im Werbegeschäft.

Marktanteile am Onlinewerbemarkt in China
(in %)



Datenquelle: Huachuang Securities

ByteDances Vorstoß in neue Märkte

Ende 2021 wird Zhang Yiming von seinem Posten als ByteDance-CEO zurückzutreten ([„Die Wahrheit ist, dass mir einige Fähigkeiten fehlen, die einen idealen Manager ausmachen“](#)). Bevor das passiert, verordnet er seinem Unternehmen jedoch noch einmal eine spürbare Investitionsoffensive.

Anders als amerikanische Technologieunternehmen, die sich mitunter stärker auf eine einzelne Kernkompetenz fokussieren, bieten viele chinesische Firmen in ihren Apps so viele Services wie möglich an. Neben Tencent, Alibaba und ByteDance verfügen beispielsweise auch Meituan und Baidu über – mehr oder minder erfolgreiche – Produktangebote in den Bereichen Payment und Mini Programs (siehe Tabelle).

Unternehmen mit „Super Apps“	Kernkompetenz	Native App seit:	Payment Lösung seit:	Mini Programs seit:
Tencent	Instant Messaging, Soziale Netzwerke	2011 (Weixin)	2013	2017
Alibaba	E-Commerce	2010 (Taobao)	2003	2018
Baidu	Suchmaschine	2012 (Baidu)	2014	2018
Meituan	Essenslieferungen	2011 (Meituan)	2017	2019
ByteDance	Short Form Video, News	2016 (Douyin)	2021	2018

Im Zuge der branchenweit anziehenden Investitionen drängen chinesische Technologieunternehmen wieder stärker in die Kernmärkte der jeweils anderen vor. ByteDance befindet sich mittlerweile regelmäßig in Konkurrenz zu Tencent. Einige konkurrierende Angebote beider Unternehmen habe ich nachfolgend gegenübergestellt.

Geschäftsfeld		ByteDance		Tencent
Payments		Douyin Pay		WeChat Pay
News		Toutiao		Tencent News
E-Commerce		Douyin E-Commerce		Xiao'e Pinpin
Education		Gogokid		Tencent Education
Gaming		Mobile Legends		Honor of Kings
Short Form Video		Douyin (TikTok)		Channels
Long Form Video		Xigua		Tencent Video
Social		Duoshan		QQ
Mini Programs		Douyin Mini Programs		WeChat Mini Programs
Enterprise Software		Feishu (Lark)		WeCom, VooV Meeting
Cloud	-	in Kürze: inspirecloud.com		Tencent Cloud

Im direkten Aufeinandertreffen ist für Tencent die Gaming-Kategorie kriegsentscheidend. Hier zeigt ByteDance jedoch hohen Tatendrang und beschäftigt bereits über 3.000 eigene Mitarbeiter. Kürzlich übernahm das Unternehmen zusätzlich Moonton, den Entwickler von Mobile Legends, einem direkten Konkurrenten von Honor of Kings, für ~4 Mrd. USD.

Tencent reagiert meines Erachtens strategisch sinnvoll auf die erhöhte Wettbewerbsintensität, indem es dem Kapitalmarkt Margenrückgänge in Aussicht gestellt hat und Investitionen in zusätzliche Mitarbeiter und kleinere Gaming-Studios tätigen wird (siehe Zitat unten). Alibaba verkündete ebenfalls, 2021 alle inkrementellen Überschüsse in Wachstumsinitiativen zu investieren und die nächsten Quartale kein Gewinnwachstum mehr auszuweisen.

*“The entire Internet industry is undergoing a new round of additional investment in which investors and companies are prioritizing growth over profit [...] As for Tencent, we see opportunities to proactively invest in several areas where we can be an early mover and a shaper of industry evolution rather than playing catch up later. **First of all, Business Services. We're adding headcount and infrastructure to assist the digitalization of various industries. Second, games. We're investing in high-production-value games with global appeal. Third, short-form video content. We're cultivating multiple ecosystems to meet users' emerging needs for more interesting content [...]** Funding these investments will absorb a portion of our incremental profits from existing businesses for 2021, but we expect such investment would deliver very high return over the longer run.”*

- Martin Lau, President, Q1/21 Earnings Call

Neben Gaming wird Tencent in Softwarelösungen für Unternehmenskunden und das eigene Cloud-Geschäft investieren (siehe Abbildung unten). Bei Unternehmenssoftware bietet ByteDance mit Feishu (im Englischen: [Lark](#)) eine Kollaborationssoftware als Alternative zu WeCom an. Da beide Unternehmen bislang primär mit Consumer Apps erfolgreich waren, müssen für eine führende Rolle im Unternehmenskundengeschäft neue Vertriebsmitarbeiter gewonnen werden.

Die von Tencent angekündigte höhere Schlagzahl im Gaming lässt sich bereits anhand harter Fakten zum Deal-Flow ablesen: während 2020 insgesamt in 31 Gaming-Unternehmen investiert wurde, beläuft sich die Anzahl abgeschlossener Transaktionen ytd bereits auf über 50 (im Mittel also alle 4 Tage eine Transaktion). Schaut man sich die Verteilung der diesjährigen Investments genauer an, sind mehrere Studios mit etablierten Spielreihen darunter zu finden wie Game Science (Black Myth: Wu Kong), Surgical Scalpels (Project Boundary), UltiZero Games (Lost Soul Aside), Dark Star (Sinner: Sacrifice for Redemption), aber auch junge Teams ohne bisherigen Track Record. Tencent weicht damit ein Stück weit von seiner historischen Vorgehensweise ab und investiert früher im Entwicklungsprozess in talentierte Studios (mit einer breiteren Spanne möglicher Ergebnisse).

China Internet Undergoing a New Round of Investment

<p>New market opportunities clearly emerging</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Businesses accelerate movement online; various industries speed up digitalisation • Game user base expanded; long-term growth driven by new genres and technologies • Users seek more diverse and nutritious short video content
<p>Investees' value appreciates, while incurring wider losses</p>	<p>Tencent is proactively investing for future</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Valuation increased: fair value of our listed investees was over USD200 billion • Several investees at heavy loss stage due to investment in new opportunities: top 5 loss-making associates reduced our 1Q21 non-IFRS net profit by 7% 	<ul style="list-style-type: none"> • Business Services: assist in digitalisation • Games: focus on high-production value games with global appeal • Short-Form Video Content: cultivate differentiated ecosystems • Sustainable Social Value: bring technology benefits to society

Bildquelle: Tencent

Einordnung: wie gefährlich ist ByteDance für Tencent?

Die vergangenen Jahre haben regelmäßig demonstriert, dass **Wettbewerbsvorteile aus einem Geschäftsbereich sich *nur sehr selten* auf einen anderen übertragen lassen.**

Netzwerkeffekte im Gaming oder Instant Messaging lassen sich schwer für neu in den Markt kommende Unternehmen replizieren, davon profitiert Tencent. Der Aufbau einer eigenen E-Commerce-Logistik in China benötigt Unmengen frischen Kapitals, davon profitiert JD.com. Die Recommendation Engine einer Short Form Video App arbeitet umso besser, je mehr Daten die bereits vorhandenen Nutzer generieren, davon profitiert ByteDance usw.

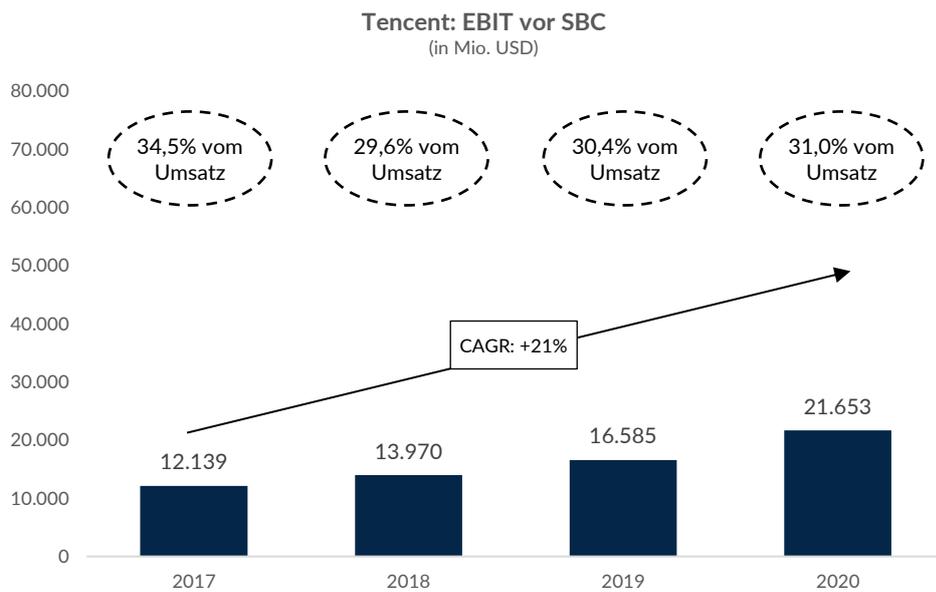
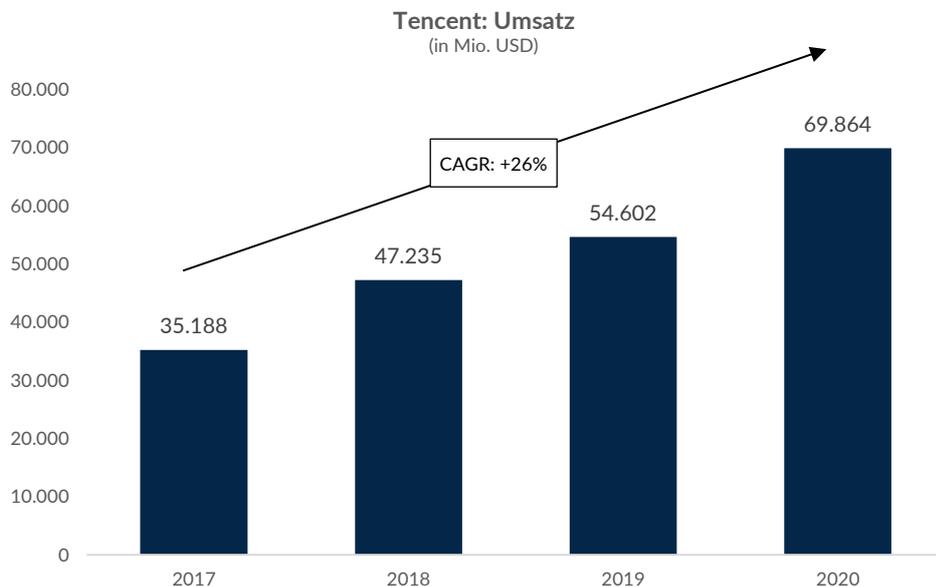
Speziell die Short Form Video-Kategorie ist ein Zeugnis davon, wie schwer sich selbst die fähigsten Technologieunternehmen wie Tencent tun, einem erfolgreichen First Mover (Douyin) Konkurrenz zu machen. In China weist Douyin die meisten DAUs aus und ist das beste Produkt für Short Form Video. Aus der dominanten Nutzung speist sich wiederum der meiste Content sowie die umfangreichsten Nutzungsstatistiken, die die Recommendation Engine jeden Tag besser machen. Ein Herausforderer ohne diesen Datensatz kann im Grunde kein überlegenes Produkt entwickeln.

Ich gehe **im Fazit** weder davon aus, dass Channels Douyin ablösen wird (es sollte aber dennoch neues Werbeinventar schaffen), noch glaube ich auf Basis derselben Logik, dass Duoshan eine echte Chance gegen QQ oder Weixin hat. Es erscheint zudem abwegig, dass Douyin Pay WeChat Pay überholen kann. **Dass alle zehn letzten Apps von Kuaishou in anderen Bereichen als Short Form Video gescheitert sind, ist diesbezüglich nicht die Ausnahme, sondern die Regel.**

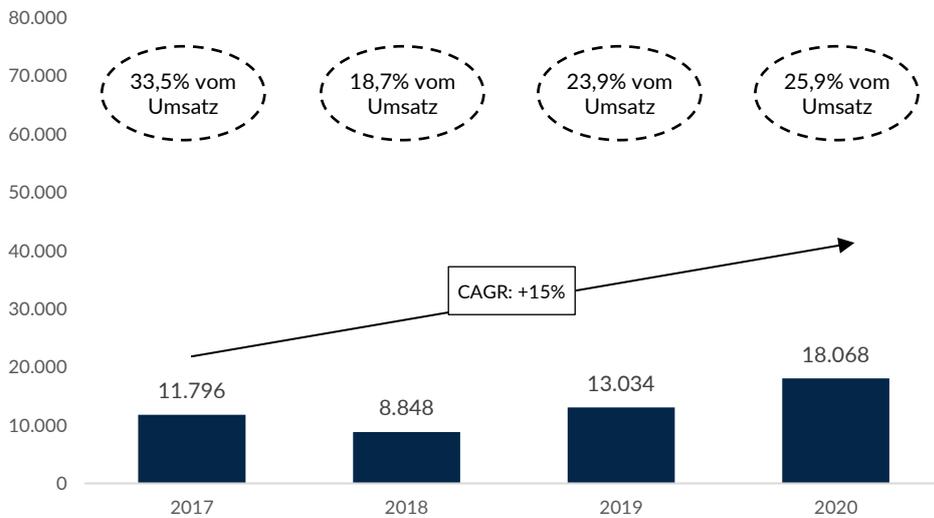
Mit der Integration von Channels in Weixin zieht Tencent seine letzte Trumpfkarte im Kampf gegen Douyin, nachdem das vorherige Produkt Weishi nie über 50 Mio. Nutzer hinauskam. Weishi war als Native App allerdings auch nicht in Weixin integriert. Gemäß Zhang Xiaolong arbeiten mehr als 200 Mitarbeiter an Channels und die Funktion hat >200 Mio. Nutzer. Allerdings ist unklar, wie aktiv diese Nutzer wirklich sind im Vergleich zu Douyin oder Kuaishou. Viele Influencer (in China: KOL) posten in Channels bislang nur Replika ihres Douyin/Kuaishou-Contents und auch Werbeagenturen zeigen sich abwartend. Die Entwicklung von Channels in 2021 bleibt somit interessant zu beobachten.

FINANCIALS

Kennzahlen



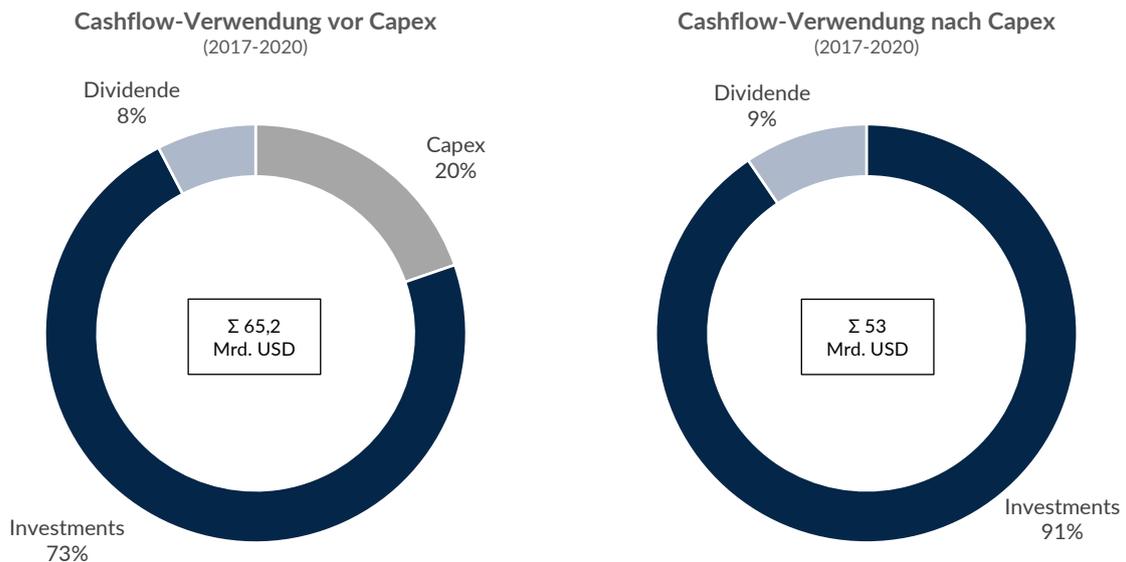
Tencent: Free Cashflow vor SBC
(in Mio. USD)



Cash Flow Verwendung

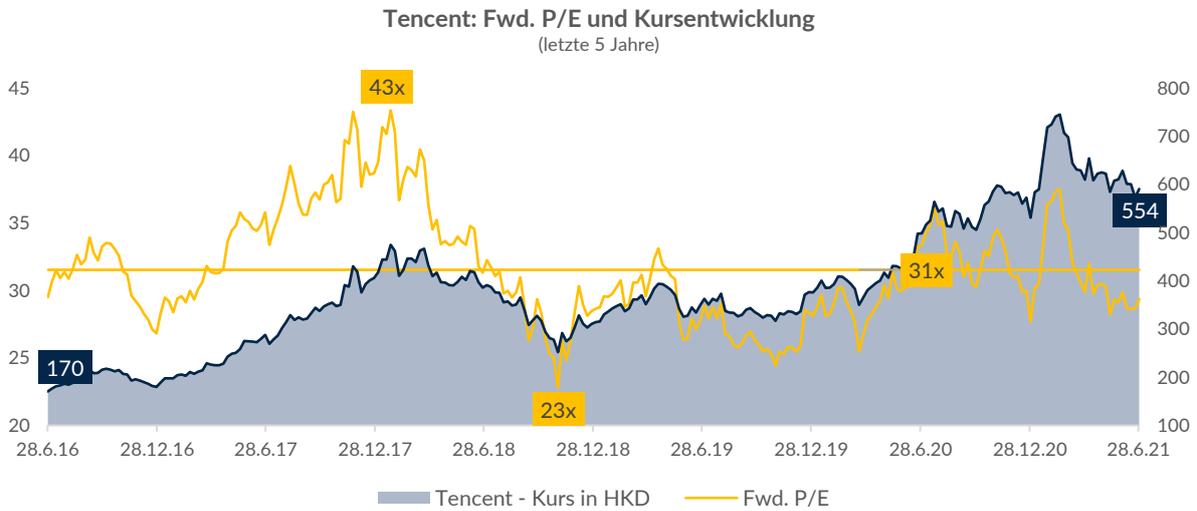
Zwischen 2017 und 2020 erwirtschaftete Tencent in Summe einen FCF von 51,7 Mrd. USD und verringerte seinen Nettokassenbestand um zusätzliche 1 Mrd. USD, sodass dem Unternehmen in Summe ~53 Mrd. USD Liquidität zur Reallokation zur Verfügung standen. Diese Mittel verwandte Tencent für Investments/Dividenden/Buyback zu jeweils 91%/9%/0%.

Ich gehe davon aus, dass diese Aufteilung in den kommenden Jahren weiter Bestand haben wird. Bei einem Fwd. P/E von momentan >30x beträgt Tencents Dividendenrendite unter Annahme einer Ausschüttungsquote von 9% nur etwa 0,3%.

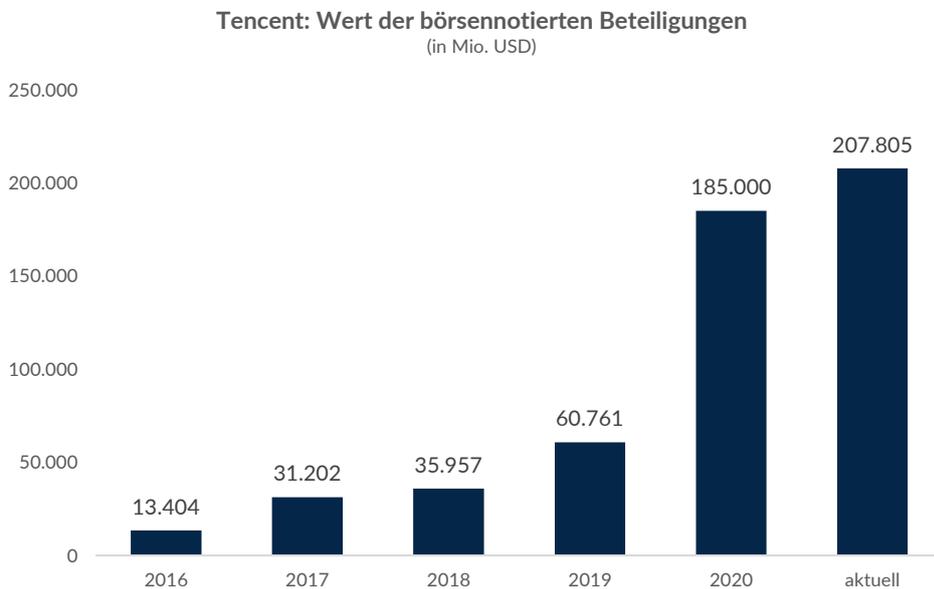


BEWERTUNG

In den vergangenen fünf Jahren wurden Tencent-Aktien meist zu einem Fwd. P/E um ca. 31x gehandelt (siehe nachfolgende Abbildung).

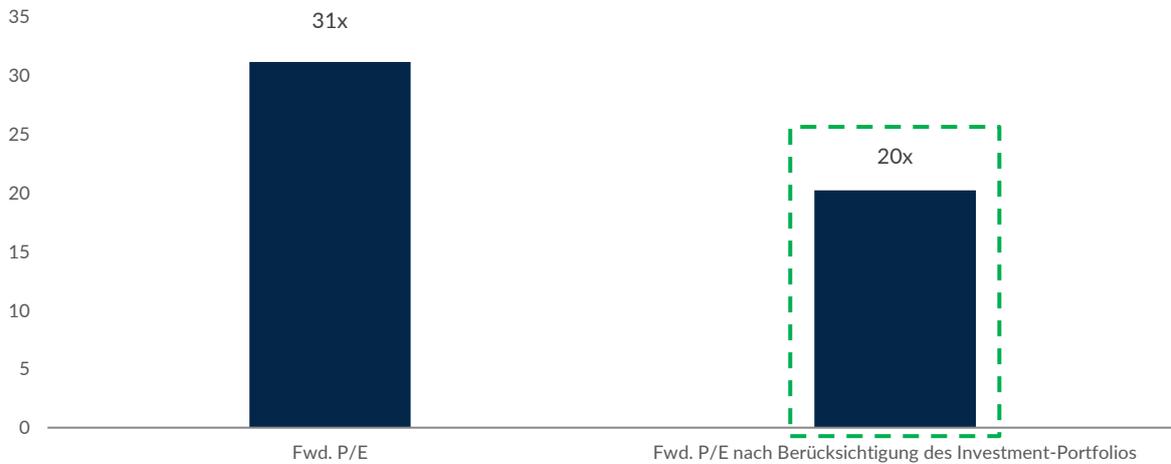


Gegenüber 2016-19 hat sich allerdings der Nettowert der nicht in der GuV konsolidierten Unternehmensbeteiligungen *drastisch* erhöht, sodass ein Fwd. Multiple auf Höhe des langfristigen Durchschnitts eine niedrigere Bewertung für das Kerngeschäft impliziert. Allein die börsennotierten Beteiligungen sind heute ~10x so groß wie noch 2016/17.



Unter Berücksichtigung des Portfoliowerts relativiert sich das optisch hohe Fwd. Multiple von aktuell 31x (eigene Erwartung). Das operative Geschäft notiert meines Erachtens im Bereich historischer Tiefstände (20x). Ein Grund für die im historischen Kontext fallende Bewertung ist meines Erachtens primär der regulatorische Überhang sowie die gestiegene Komplexität des Investmentportfolios und des Gesamtkonzerns.

Tencent: Fwd. P/E vor/nach Berücksichtigung des Investment Portfolios
(eigene Schätzung)



Meine Bewertung für Tencent erfolgt DCF-basiert u. a. mit folgenden Input-Parametern:

- Umsatz-CAGR 2021-27: 15%

EBIT-Marge 2027 auf Konzernebene: 28%

- EBIT-Marge 2027 auf Konzernebene: [Inhalte entfernt]

- EBIT-CAGR 2021-27: [Inhalte entfernt]

- Ausschüttungspolitik: <10% vom FCF für Dividende, 90% für Investments

WICHTIGER HINWEIS

Die nachfolgenden Abschnitte zur Einschätzung der Finanzkennzahlen, Aktien-Attraktivität und Bewertung sind bewusst für „Aktien-Wissen“ unkenntlich gemacht oder entfernt worden

„Aktien-Wissen“ dient der Darstellung von Meinungen und Hypothesen zu börsennotierten Unternehmen. **Besprochen werden – gemessen am Marktkonsens – sowohl unterbewertete als auch überbewertete börsennotierte Unternehmen, solange sie in einer interessanten Industrie agieren**

Sämtliche hier dargestellten Dokumente stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelcher Wertpapiere dar. Sie dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen als Werbemitteilungen ausdrücklich keine Finanzanalysen dar

Die Meinungen sind die des Fondsberaters zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Tatsächliche Entwicklungen und Ergebnisse können erheblich von den Erwartungen abweichen. Die Meinungen dienen dem Verständnis der Investmentphilosophie und es besteht keinerlei Verpflichtung zu einer Aktualisierung der Dokumente

Professionelle Kunden können weiterführende Informationen lediglich auf Anfrage erhalten

Bitte wenden Sie sich als Privatanleger bei sämtlichen Fragen rund um das Thema Investieren **direkt an Ihren Vermögens- oder Bankberater**

Fazit zur Bewertung: Meiner Meinung nach liegt der Fair Value pro Aktie [Inhalte entfernt]

Weitere Informationen unter: www.patient-capital.de

Zur Newsletter-Anmeldung unter: <https://www.patient-capital.de/newsletter>